Die Russische Anleihe-Emissions-Politik 1894—1910.

Inaugural-Dissertation
der staatswirtschaftlichen Fakultät der Kgl. Ludwig-Maximilians-Universität in München zur Erlangung der Doktorwürde vorgelegt von

ACAD. LUGD. BAT. BIBL.

Walerian Kardaschew
aus Charkow.

Augsburg 1912.
Druck von J. P. Himmer.

Angenommen von der staatswirtschaftlichen Fakultät.

Referent: Univ.-Prof. Dr. Walther Lotz.

Diese Arbeit, welche einige technische Züge des russischen Emissionsgeschäftes im Laufe der Jahre 1894—1910 zu schildern versucht, ist hervorgewachsen aus den Anregungen, die ich aus der Arbeit des Herrn Prof. Dr. W. Lotz über die Technik des Emissionsgeschäftes bekommen habe; die bekannte Kunst Rußlands Anleihen aufzunehmen, trug auch dazu bei; außerdem bin ich bei dem Studium der deutschen Volkswirtschaft auf die Spuren der Einwirkung russischer Ideen auf diesem Gebiete gestoßen.

Zum Materialsammeln benutzte ich die Universitäts- und Staatsbibliothek in München, die Bibliothéque Nationale in Paris, die Staatsbibliothek in Berlin, wie die öffentliche Bibliothek zu St. Petersburg, die Bibliotheken des Museums des Fürsten Rumjanzew zu Moskau und die der Moskauer Universität. An dieser Stelle spreche ich den Vorständen für ihr liebenswürdiges Entgegenkommen meinen besten Dank aus.

Zu besonderem Dank bin ich meinem Lehrer Herrn Professor Dr. Walther Lotz für die Anregung und Unterstützung bei meiner Arbeit verpflichtet.

München 1912.

Der Verfasser.

Inhaltsverzeichnis.

		Seite
Kapitel I.	Einleitung	1
Kapitel II.	Gliederung der Schuldverschreibungen, welche in der Zeit von 1894—1910 in Umlauf gesetzt waren	8
Kapitel III.	Der russische Staatskredit, die Lage des internationalen Geldmarktes und die allgemeinen Emissionsbedingungen im Laufe der Zeit von 1894—1910 .	15
Kapitel IV.	Die russischen Staatsanleihen auf dem Pariser Markte .	31
Kapitel V.	Die russischen Staatsanleihen auf dem Berliner Markte .	63
Kapitel VI.	Londoner und Amsterdamer Markt und die russische Anleihe für allgemeine Staatszwecke	81
Kapitel VII.	Die russischen Staatsanleihen auf dem inneren Markte .	87
Kapitel VIII.	Kurze Darstellung des Geldverkehrs Russlands mit dem Auslande	120
Kapitel IX.	Schlusswort	122
Anhang	. . . . .	125
Quellenangabe	. . . . .	147

Kapitel I. Die Einleitung.

Der Kreditbedarf des Staates.

Die russische Anleihe-Emissionspolitik bietet uns nicht nur vom finanzpolitischen Standpunkt aus, sondern auch vom finanztechnischen manches Interessante an: sie liefert uns ein Beispiel dafür, wie ein Staat noch am Anfang seiner industriellen Entwicklung, bei sehr niedrig stehender Landwirtschaft und bei einer Bevölkerung, von welcher (1897) zwei Drittel nicht lesen und schreiben konnte, es verstanden hat, auf dem internationalen Markte nicht nur sehr hohen, sondern auch einen sehr guten Kredit zu erhalten.

Den Kredit aber nützte Rußland sehr ausgiebig aus. Dem Einfluß der Ideen des Staatssozialismus muß hier daran eine nicht geringe Schuld beigemessen werden: durch die Verstaatlichung der Privateisenbahnen, durch den Betrieb der Erwerbsunternehmungen in eigener Regie, durch die Errichtung der Staatsmonopole ist der Staat veranlaßt worden, große Kapitalinvestionen zu machen. Der Bedarf an Betriebskapital für die staatlichen Erwerbsunternehmungen, sowie der natürliche Zuwachs des ordentlichen Ausgabebudgets des Staates stellten immer wachsende Anforderungen an den russischen Fiskus, welche in ordentlichen Einnahmen des Staates keinen entsprechend hohen Deckungsposten hatten.

Der Gedanke der Verstaatlichung der Privateisenbahnen, der im Jahre 1890 aufkam, bedingte zur Ausführung die Ausgabe von vielen Millionen Rubel;[1]) die Vorbereitung zur Valutareform, die des gleichen Datums ist, ist nicht ohne großen Geldaufwand ausführbar gewesen. Dasselbe muß auch über die Einführung des Branntweinmonopols gesagt werden. Die Millionen, die in Eisenbahnen, sonstigen staatlichen Berieben, in dem Goldstock investiert sind,[2]) sind dem Staate geliehen worden.

---

[1]) Im Jahre 1904 hatten Schienenwege: Rußland in Europa 54 708 km
Frankreich 45 773 „
Deutschland 55 564 „
Im Jahre 1892 „ „ Rußland in Europa 29 671 „
Es sind innerhalb von 12 Jahren 33 037 km gebaut worden.
L'Economiste Français, 9. Dezember 1905.

[2]) Die Tilgung eines Teils der zinslosen Schuld — die Einziehung der Kreditbillets — kostete der Rentei 480 Mill. Rbl., die Bildung des Umwechslungsfonds 500 Mill. Rbl.

Der Kreditbedarf des Staates hat innerhalb der siebzehn Jahre, 1894—1910, eine Höhe erreicht, die weit über das hinausgeht, was die anderen Staaten beansprucht haben. Dem russischen Staate fehlten für die Bestreitung der Gesamtausgaben in der Zeitperiode 1894—1903 nicht weniger als 1 141 565 850 Rubel.[1]) Für die Zeit des russisch-japanischen Krieges und der Liquidation seiner Folgen mußte Rußland 3 399 867 385 Rbl. aufwenden, die nicht den ordentlichen Einnahmen des Staates entstammen. Zusammen ist das für die Zeit von 1894—1910 ein Betrag von 4 541 433 235 Rbl. Das Jahr 1910 lieferte einen Überschuß an ordentlichen Einnahmen des Staates von 184 326 754 Rbl. Ziehen wir diesen Betrag ab, so erhalten wir, daß der außerordentliche Bedarf des russischen Staates für diese Zeitperiode einen Betrag von 4 357 106 481 Rbl. ausmachte.[2])

Von diesen 4 357 106 481 Rubeln sind 3 673 710 223 Rubel als Erlös der Staatsanleihen und von Ewigen Einlagen in der Staatsbank, und 683 396 258 Rubel sind anderen Einnahmequellen entnommen. Der Teil, der von den Staatsanleihen herstammt, verteilt sich zeitlich folgendermaßen: von 1894—1903 wurden 900 256 368 und von 1904—1910 Rubel 2 719 766 153 erlöst. Die Ewigen Depots bildeten in den gleichen Zeitabschnitten 390 16 032 und 14 581 570 Rubel.[3])

---

[1]) Hier und im Weiteren unter Rubel sind Rubel neuer Währung gleich $^1/_{15}$ Imperials zu verstehen.

[2]) Ziehen wir von den Gesamtausgaben des Staates die Teile ab, die durch die ordentlichen Einnahmen gedeckt sind, so erhalten wir Rbl.:

1890	105 311 838	1900	169 643 089	
1891	213 187 560	1901	74 799 904	
1892	154 647 979	1902	261 771 234	
1893	12 605 705	1903	76 168 001	1 141 565 850
1894	1 583 104	1904	718 435 818	
1895	251 711 504	1905	1 180 194 457	
1896	46 293 831	1906	941 027 490	
1897	101 839 566	1907	240 133 892	
1898	13 917 093	1908	238 874 977	
1899	83 838 529	1909	81 200 751	3 399 867 385
			Rbl.	4 541 433 235

Nach Jahresberichten der Staatskontrolle 1894–1910.

[3])

	Erlös von den Staatsanleihen	Ewige Einlagen in die Staatsbank		Erlös von den Staatsanleihen	Ewige Einlagen in d. Staatsbank
	Rbl.	Rbl.		Rbl.	Rbl.
1890	77 673 525	722 082	1897	29 100 000	7 687 965
1891	63 340	1 843 288	1898	47 041 035	5 100 848
1892	157 640 781	2 419 984	1899	178 779 187	2 895 416
1893	154 865 990	1 766 027	1900	28 950 000	2 546 235
1894	49 932 346	2 410 041	1901	157 482 240	2 564 350
1895	147 213 516	517 524	1902	197 435 389	3 060 943
1896	25 868 489	6 877 886	1903	38 454 166	3 091 229

Die obengenannten anderen Einnahmequellen sind meist folgender Natur: die Rückerstattung früher an die Privateisenbahngesellschaften gewährten Darlehen, die Erlöse der Veräußerung staatlichen Eigentums und staatlichen Landbesitzes.

Die Zunahme der Staatsschuld.

Eine solche Inanspruchnahme des Kredits führte zu einer entsprechenden Zunahme der Staatsschuld. Von dem Jahre 1894 bis 1910 ist die Zunahme 3 766 216 833,06 Rubel; in der Zeit vom 1. Januar 1897—1901 fand eine Abnahme der Staatsschuld, und zwar im Betrage von 541 974 578,71 Rubel, statt.[1])

	Erlös von den Staatsanleihen Rbl.	Ewige Einlagen in die Staatsbank Rbl.		Erlös von den Staatsanleihen Rbl.	Ewige Einlagen in d. Staatsbank Rbl.
1904	382 638 000	2 353 595	1908	188 325 000	1 787 734
1905	789 450 488	1 806 512	1909	148 875 000	2 355 930
1906	1 076 073 384	1 624 543	1910	—	3 018 230
1907	134 997 381	1 638 036			

Vom Jahre 1894—1903 hat der Fiskus erhalten

von Anleihen	900 255 368	Rbl.
Ewigen Einlagen	39 106 032	„
Zusammen	939 362 400	Rbl.

Vom Jahre 1904—1910

von Anleihen	2 719 766 253	Rbl.
Ewigen Einlagen	14 581 570	„
Zusammen	2 734 347 823	Rbl.
Total	3 673 710 223	Rbl.

Nach Jahresberichten der Staatskontrolle 1894—1910.

[1]) Am 1. Januar	Staatsschuld in Rubel	Zunahme pro Jahr in Rubel
1894	5 830 376 515,59 *)	762 247 570,48
1895	6 592 644 086,07	22 400 638,31
1896	6 615 024 724,37	120 351 719,22
1897	6 735 376 443,59	— 393 495 551,01 **)
1898	6 341 880 892,58	— 76 850 088,59
1899	6 265 030 803,99	— 31 373 766,11
1000	6 233 657 037,88	— 40 255 173,10
1901	6 193 401 864,78	198 972 546,50
1902	6 392 374 411,28	251 552 258,81
1903	6 643 926 670,09	7 909 569,74
1904	6 651 836 239,83	429 910 378,13
1905	7 081 746 617,96	759 417 881,46
1906	7 841 164 509,42	784 395 705,88
1907	8 625 560 215,30	99 962 994,70
1908	8 725 523 210,00	125 258 469,27
1909	8 850 781 679,27	203 837 090,38
1910	9 054 618 769,85	— 24 412 525,29
1911	9 030 206 254,56	

Die Zunahme von 1884—1397	904 999 928,01	Rbl.
Die Abnahme von 1897—1901	541 974 578,81	„
Die Zunahme von 1901 - 1910	2 861 216 905,07	„
Die Zunahme von 1894—1903	821 459 724,24	„
Die Zunahme von 1904—1910	2 402 782 530,02	„

*) Darunter 568 513 455,91 Rbl. zinslose Schuld — Kreditbillets.
**) Anfang der Tilgung der zinslosen Schuld.
Nach Jahresberichten der Staatskontrolle 1894—1910.

Betrachten wir die Netto-Zunahme der Staatsschuld, so ergibt sich für die friedliche Zeit 1894—1903 ein Betrag von 821 459 724,24 R. und für die Zeit 1904—1910 ein solcher von 2 402 782 530,02 Rubel.

Im Laufe des Jahres 1910 fand eine Abnahme der Staatsschuld im Betrage von 24 412 525,29 Rubel statt.

Die Netto-Zunahme der russischen Staatsschuld, von Anfang des Jahres 1894 bis zu Ende des Jahres 1910, ist 3 199 829 728,97 Rubel.

Wir werden zu einem falschen Schluß gelangen, wenn wir nicht beachten werden, daß die Zahlen der Staatskontrolle für das Jahr 1894 auch die zinslose Schuld des Staates enthalten.

Am 1. Januar 1894 stand die zinslose Schuld des Staates für die nicht gedeckten Kreditbillets mit 568,5 Mill. Rubel zu Buch.[1]) Somit war die Höhe der fundierten Schuld zu gleicher Zeit 5 261 863 059,59 Rubel.

Mit diesem Betrag müssen wir den Betrag der Schulden am 1. Januar 1910 vergleichen. Es ergibt sich eine Zunahme der fundierten Schuld des russichen Staates für unsere Zeitperiode von 3 792 755 710,17 Rubel.

Für die in dieser Höhe begebenen Schuldverschreibungen bekam der Staat 3 620 022 621 Rubel.

Die Wege, die der russischen Regierung zur Deckung des Geldbedarfs zur Verfügung standen.

Die Gläubiger des russischen Staates sind es, die dieses Geld aufgebracht hatten. Durch verschiedene Umstände bewogen, kauften Deutsche, Franzosen, Belgier, Holländer und Engländer die russischen Wertpapiere und wurden dadurch die Gläubiger des Reiches, dessen unerschlossene Bodenschätze die weitgehenden Möglichkeiten, Kapital zu beschäftigen, boten und dessen landwirtschaftliche Produkte für die Ernährung der heimischen Bevölkerung von Wichtigkeit waren. Durch diesen Umstand, daß sie Gläubiger waren, ist es ihnen gelungen, für sich besondere Rechte zu erwirken, sowohl in der

---

[1]) Die zinslose Schuld der Staatsrentei an der Staatsbank für ungedeckte Kreditbillets hatte am 1. Januar der Jahre 1894—1900 folgende Höhe gehabt:

1894	568 513 455,91 Rbl.	1898	175 000 000,00 Rbl.*)
1895	769 342 910,84 „	1899	100 000 000,00 „
1896	671 281 634,00 „	1900	50 000 000,00 „
1897	621 281 634,00 „	1901	—

*) Gegen Anfang des Jahres 1897 weniger um 446 281 634,00 Rbl.

Laut Gesetz vom 8. Juni 1896 wurden 75 000 000 Rbl. getilgt,
„ „ „ 4. Februar 1897 „ 37 500 000 „ „
„ „ „ 6. Juni „ „ 15 003 467 „ „
„ „ „ 26. August „ „ 287 500 000 „ „
„ „ „ 13. Dezember „ „ 31 278 167 „ „

Nach Jahresberichten der Staatskontrolle 1894—1901.

Nutznießung dieser Bodenschätze, wie in der Gestaltung der denkbar günstigsten Zollverhältnisse.

Am Anfang unserer Periode befand sich Rußland in einem Übergangsstadium von der Natural- zur Geldwirtschaft. Alle Privatwirtschaften brauchten das Geld, um es in Wirtschaftsgebäuden, in landwirtschaftlichen Geräten, Meliorationen zu investieren; der Handel lieferte keine solchen Überschüsse, welche erlaubt hätten, ihm beträchtlichere Beträge zu entziehen; die Industrie suchte von den hohen Schutzzöllen zu profitieren und investierte selbst beträchtliche Kapitalien in den neuen Betrieben und für die Modernisierung der bestehenden.

Die Ersparnisse des russischen Volkes sind sehr bescheiden gewesen: in den Sparkassen Rußlands — im Jahre 1897 — sind als Einlage 510,7 Mill. Rubel zu verzeichnen, davon nur 45 Mill. Rubel in Wertpapieren.[1])

Die Zunahme des Wohlstandes des Volkes und der akkumulierten Ersparnisse ging weit langsamer als das Wachsen der Staatsbedürfnisse.

Die durchschnittliche Zunahme der Bareinlagen der russischen Sparkassen pro Jahr für die Zeit von 1891—1900 war nur 53,2 Mill. Rubel, für die Zeit von 1900—1910 aber 73,5 Mill. Rbl.[2])

Die durchschnittliche Zunahme der Wertpapiere der Einleger, die durch die Sparkassen nur verwaltet werden, betrug in den Jahren 1894—1898 pro Jahr 10 Mill. Rubel, für die Zeit von 1898—1904 Rbl. 18,9 Mill. und für die Zeit von 1904—1910 Rbl. 17,9 Mill.

Nach den Schätzungen des Direktors der Besonderen Kanzlei für die Kreditangelegenheiten des russischen Finanzministerums können die Sparkassen die Beträge von 30 Mill. bis zu 50 Mill. Rubel jährlich in den Staatsschuldverschreibungen anlegen.

---

[1]) Am 1. Januar war die Zahl

	der Sparkassen	der Sparbücher
1894	2 886	1 409 Tausend
1898	4 354	2 448 „
1904	6 417	4 854 „
1911	7 365	7 436 „

	Gesamteinlage	Darunter Wertpapiere der Einleger
1894	298,1 Mill. Rbl.	14,7 Mill. Rbl.
1898	510,7 „ „	44,9 „ „
1904	1 022,4 „ „	161,9 „ „
1911	1 683,9 „ „	286,9 „ „

Nach Jahresberichten der Staatssparkassen 1910, Seite 5, 8. Anhang, dazu Seite 272 und 281.

[2]) Jahresbericht der russischen Staatssparkassen 1910, Seite 5.

Die Sparkassen bildeten also nicht das Kapitalreservoir, dem die größeren Beträge entnommen sein könnten.

Es fehlte also, im Innern des Landes, an den Schichten, die breit und kapitalkräftig genug wären, um die größeren Beträge der Staatspapiere aufnehmen zu können.

Der kleine Rentner, auf den in anderen Ländern so viel Hoffnung gesetzt wird, der mit besonderer Vorliebe die Staatswerte kauft, fehlte in Rußland zum Anfang unserer Zeit und ist selten auch heute.

Rußland mußte das Leihkapital außerhalb des eigenen Landes suchen.

Zu Anfang unserer Zeitperiode bekam Rußland das nötige Leihkapital auf dem französischen Markte.

Die Ersparnisse des französischen Volkes sind sehr bedeutend: Nach Haristoy, der die bekannte Arbeit von Alfred Neymark „L'épargne française" benutzte, dürfen die französischen Ersparnisse auf 4 Milliarden Frcs. und für das gewöhnliche Jahr sicher zwischen $1^1/_2$—2 Milliarden veranschlagt werden.[1]) Paul Leroy-Beaulieu stimmt mit dem überein: „l'épargne nette de la France ressort à environ deux milliards et demi".[2]) Als ein Beispiel der enormen Kapazität des französischen Marktes kann angeführt werden, daß im Jahre 1909 auf der Pariser Börse und an den Börsen der Provinzen ungefähr für 4 Milliarden Frcs. verschiedenen Titres eingeführt worden war.

Ein solcher Markt war für die russische Regierung umsomehr erwünscht, als er die denkbar festeste Plazierung der Anleihen bot: in Frankreich besteht eine breite Schicht von Kleinkapitalisten und kleinen Sparern, die die Staatsanleihen als Anlagepapiere gern kaufen und dauernd behalten: es bildet sich kein schwimmendes Material auf dem Markte.

Um eine Vorstellung über die Zahl der Personen, die hier in Betracht kommen, zu gewinnen, geben wir hier eine Reihe von Daten über die französischen Sparkassen. Im Jahre 1909 hatten die französischen Sparer 4773 Mill. Frcs. auf den 12462898 Sparbüchern.[3])

---

[1]) Haristoy, Le marché financie français, Paris 1909.

[2]) L'économist français, 1910, 21. Mai, Seite 753.

[3]) Nach Neymark, L'épargne française, beliefen sich die Einlagen in den französischen Sparkassen im Jahre 1906 auf 4773 Mill. Frcs. Die Zahl der

Einlagen von	1—20 Frs.	4157834	von	201—500 Frs.	1426910
„ „	21-100 „	2279519	„	501-1000 „	1246075
„ „	101—200 „	1086887	„	1001—1500 „	1094044
			Total der Sparbücher		12462898

Nach Neymark befanden sich im französischen Besitze im Jahre 1906 Wertpapiere im Betrage von bis zu 100 Milliarden Frcs., darunter bis zu 30 Milliarden in Staatsfonds und Titres. Es waren 9 Mill. Personen, die diese 100 Milliarden Frcs. in Wertpapieren im Besitze hatten.[1])

Die russische Regierung entlieh auf dem französischen Markte bis zum Jahre 1904, als sie für 800 Mill. Rbl. 5 % Schatzbons in Paris plazierte. Dann konnte Rußland zwei Jahre lang auf dem Pariser Markte keine Anleihe abschließen: es wandte sich an den deutschen Markt. Erst im Jahre 1906 war es Rußland wieder möglich, in Frankreich Geld zu entleihen. Die Umwandlung der Sympathien des französischen Publikums zu Rußland gab sich darin kund, daß der russische Finanzminister sollte versprochen haben, zwei Jahre den französischen Markt nicht in Anspruch zu nehmen. In dieser Zeit wurde der innere russische Markt, der zurzeit (1907/1908) viel kapitalkräftiger geworden war, zur Befriedigung der Staatsbedürfnisse an Geld herangezogen. Die letzte große Kreditoperation des russischen Staates, die Begebung der 4 ½ % Staatsanleihe vom Jahre 1909, fand wieder auf dem Pariser Markte statt.

Die Geldmärkte von London und Amsterdam hatten für die Begebung von russischen Staatsanleihen für allgemeine Staatszwecke nur insoweit Bedeutung, als dort wegen der besseren Gesetze die Börsenverfassung für die Ausführung der Börsengeschäfte viel günstiger ist. Die deutschen Plätze bedienen sich öfters dieser Börse, veranlaßt durch die Mängel der deutschen Börsengesetze; sie zeichnen auf die Anleihen z. B. in London, wie das bei der Begebung der 4 ½ % Anleihe 1909 der Fall war. Durch die gleichen Motive ist die Gründung einer Filiale der Deutschen Bank in Bruxelles erklärt worden.

Der Londoner Markt nimmt die russichen Staatsanleihen nicht dauernd auf: sie fließen sofort wieder nach Frankreich oder nach Deutschland. Als Markt für die russischen Städteanleihen hat London eine Bedeutung, nur werden Klagen über zu niedrige Bewertung dieses Materials laut.

Holland hat für russische Anleihen neuer Emissionen auch sehr wenig Bedeutung; es ist ein sehr aufnahmefähiger Markt für die russischen Eisenbahnprioritäten.

---

[1]) A. Neymarck, L'épargne française, Paris, 1908, Seite 28.

Kapitel II. Die Gliederung der Schuldverschreibungen, welche in der Zeit von 1894—1910 in Umlauf gesetzt waren.

Die Gliederung nach dem angegebenen Zweck.

Die Zunahme der fundierten [1]) Schuld von Anfang des Jahres 1894 bis zu Ende des Jahres 1910 ist 3 792 755 710,17 Rubel. Einen Teil dieses Betrages bilden die Staatsschulden, die für den Bau von Eisenbahnen oder für den Rückkauf der von Privatgesellschaften erbauten Eisenbahnen gemacht waren. Die übernommenen Obligationen der verstaatlichten Eisenbahnen bilden einen Teil davon. Dieser Teil der Staatsschuld, die Eisenbahnschulden, sind nicht der Gegenstand dieser meiner Arbeit; sie sind die wirtschaftlichen Schulden des Staates, welchen auch die besonderen Wertobjekte gegenüber stehen, welchen der besonderen Natur der Sache nach auch der Staatskredit zu gute kommt. Die Netto-Zunahme der Eisenbahnschulden betrug für diese Zeit 1 341 202 427,44 Rubel. [2])

Der Verwendungszweck einer Anleihe wird immer im Prospekt angegeben und bietet uns einen Stützpunkt bei der Gliederung der Anleihen.

Für die allgemeinen Bedürfnisse des Staatsschatzes sind folgende Anleihen ausgegeben worden:

5 % Schatzbons von 1904, 5 % innere Anleihen von 1905 und 1908, 5 % Anleihe von 1906 4 ½ % Anleihe von 1905, ein Teil der 4 % Staatsrente.

Für die Rückzahlung der 5 % Schatzbons von 1904 ist die 4 ½ % Anleihe des Jahres 1909 geschaffen worden (ein Teil dieser Anleihe sollte für die Deckung der außerordentlichen Ausgaben des Budgets von 1909 dienen).

Zur Realisierung der chinesischen Kriegsentschädigungszahlungen ist die 4 % russische Staatsanleihe von 1902 kreiert worden.

---

[1]) Ich rechne Serien, die die eigentlich schwebende Schuld darstellen, zu der fundierten Schuld, da sie nach Ablauf von 4 Jahren gewöhnlich erneuert werden.

[2]) Ausgerechnet auf Grund der Angaben des „Handbuches für den Inhaber russischer Fonds", gedruckt im Auftrage der Kreditkanzlei des russischen Finanzministers, St. Petersburg 1909, Seite 29–32.

Die Eisenbahnschulden
am 1. Januar 1894 = 1 580 743 725 Rbl. Kred.,
am 1. Januar 1911 = 3 103 440 869,61 Rbl.
Die Zunahme der Eisenbahnschulden
vom 1. Januar 1892–1902 = 1 312,4 Mill. Rbl.,
vom 1. Januar 1902–1911 = 93,2 „ „
Nach Jahresberichten der Staatskontrolle 1894–1911.

Im Jahre 1894 sind 112 Serien der 4 % Staatsrente emittiert worden zum Zwecke der Konvertierung der 5 % Orientanleihen 2. und 3. Emission und der 5 % Bankbillets 1. und 2. Emission. Die weiteren Emissionen der 4 % Staatsrente:

Serien 118—142 für fakultativen Umtausch von Obligationen der 4 % inneren Anleihen von 1887 und 1891, sowie die Serien 149—163; auch ein Teil der Serie 164; die Serien 166—169 sind bestimmt gewesen für die Fortsetzung des fakultativen Umtausches, ebenso die Serien 173, 184—185; 190, 195, 198—202.

Die Serien 170—172 der 4 % Staatsrente werden mit der Bestimmung ausgegeben, der russischen Staatsbank die Kursdifferenz auf 75 000 000 Rubel Gold, die dem Staatsschatze überlassen waren, zu vergüten. (Im Jahre 1906).

Im Jahre 1897 fand die Einlösung eines Teiles der Schatzbons mit den Serien 187—189 der Staatsrente statt. Dies wurde 1898 mit Serie 197 fortgesetzt und im Jahre 1899 mit den Serien 216—219, 222—224.

Die Serien 203—205 des Jahres 1899 sind emittiert worden für die Rückzahlung der nicht zur Konvertierung eingereichten 4 1/2 % Pfandbriefe der ehemaligen gegenseitigen Bodenkredit-Gesellschaft, die Serien 214—215 des Jahres 1899 für die Rückzahlung des im Umlauf gebliebenen Restes der 4 % inneren Anleihen 1891, 2., 3. und 4. Emission.

Die im Jahre 1901 emittierten Serien 232—264 sind für den fakultativen Umtausch von Obligationen der 4 1/2 % inneren konsolidierten Anleihen von 1890 und 1892 und der inneren Anleihen von 1893 bestimmt, ebenso die Serie 247. Die Serien 255—264 dienten zur Konvertierung und Rückzahlung der gleichen Anleihen.

Die Serie 265 war bestimmt für die Rückzahlung der vom Tresor für Darlehen an eine gemeinnützige Gesellschaft ausgegebenen Beträge. (Im Jahre 1903).

Die Serien 266—270 des Jahres 1906 sind realisiert worden für die Gewährung von Unterstützungen an die Bevölkerung der durch die Mißernte heimgesuchten Gegenden.

Die Serien 271—277 und 278—282 sind dem gleichen Zweck gewidmet worden und noch außerdem der Bestreitung der außerordentlichen Ausgaben des Budgets des Jahres 1907.

Zur Konvertierung der Pfandbriefe der ehemaligen Gesellschaft des gegenseitigen Kredits ist die 3,8 % Konversions-Anleihe geschaffen worden.

Die 3 % Goldanleihe, 2. Emission von 1894 ist bestimmt gewesen für die Einlösung der Pfandbriefe der russischen Zentral-Bodenkredit-Bank.

Die 3 % Goldanleihe von 1896 hatte als Verwendungszweck die Tilgung der zinslosen Schuld des Staates bei der Staatsbank.[1])

Fassen wir das Alles zusammen, so ergibt sich, daß die russischen Anleihen entweder für Eisenbahnen oder zum Zwecke der Deckung des Defizits im Budget des Reiches, oder zum Zwecke der Konvertierung der früher ausgegebenen Schuldverschreibungen, oder für die wenigen besonders zu nennenden Geschäfte geschaffen waren.

Von diesen Geschäften sind vor allem die Herstellung eines Geldsystems auf richtiger Grundlage zu nennen, dann die Unterstützung der durch Mißernte leidenden Bevölkerung.[2])

Dem Verwendungszwecke einer Anleihe entsprachen auch die Bedingungen ihrer Emission. Selbstverständlich war der angekündigte Verwendungszweck nicht der allein maßgebende Faktor dabei.

Die Gliederung vom finanztechnischen Standpunkt aus.

Vom finanztechnischen Standpunkte aus bieten die in der Zeit von 1894—1910 ausgegebenen Anleihen eine sehr große Mannigfaltigkeit. Die Amortisationsbedingungen sind sehr verschieden.

Im Jahre 1894 ist die russische Staatsrente geschaffen worden. Die Regierung hat sich das Recht vorbehalten, die ausgegebenen Obligationen, ganz oder teilweise, zu tilgen, sowohl durch Ankauf wie durch die Auszahlung des Nominalbetrages, im letzteren Falle entweder durch Kündigung oder durch Verlosungen, welche in vollen Serien von 10 Mill. Rbl. und mindestens 3 Monate vor der Rückzahlung zu geschehen haben.

Der Staatsrente entspricht vollständig die konsolidierte Eisenbahnrente von 1901 mit dem Unterschied, daß die Eisenbahnrente bis zum 14. Januar 1916 weder zurückgekauft noch amortisiert werden darf. Sie ist auch in Serien von 8 Mill. Frcs. eingeteilt.

---

[1]) In 4 % Staatsrente Rbl. nom. 30 000 000; in 3 % Goldanleihe von 1896 Frcs. nom. 400 000 000 = (500 Frcs. = 187,5 Rbl.) Rbl. nom. 150 000 000 (die übrigen Mittel von dem Erlöse der anderen Anleihen).

[2]) Für die Unterstützung der durch Mißernte leidender Bevölkerung waren Serien 266—270 im Jahre 1906, im Betrage von 50 000 000 Rbl. und 271—277, 278—282 im Jahre 1907 im Betrage von 120 000 000 Rbl. ausgegeben. (Ein Teil davon auch für die Deckung des Defizits des Jahres 1907).

Noch eine Anleihe, die 3 % Goldanleihe von 1896, ist ohne Angabe der Tilgungsfrist, aber mit einer Sperrfrist, emittiert worden. Vor 1. Januar 1911 durfte weder ein Rückkauf, noch eine Amortisation dieser Anleihe stattfinden. Die Amortisationsbedingungen sind denen der Staats- und der Eisenbahnrente gleich.

Von den Anleihen, die innerhalb 81 Jahren amortisiert werden, sind zu nennen: 3,8 % Konversionsanleihe von 1898; innerhalb 79 Jahren die 3 % Goldanleihe von 1894 und innerhalb 68 Jahren die $4^1/_2$ % Anleihe von 1905; die Gläubiger haben sich ein besonderes Recht ausbedungen: ihre Stücke der $4^1/_2$ % Anleihe von 1905 am 1. Januar 1911 für 1. Juli 1911 zur Rückzahlung zu kündigen, sowie am 1. Januar 1914 für den 1. Juli 1914; die Tilgung durch die jährlichen Verlosungen beginnt im Jahre 1917.

Mit einer Amortisationsdauer von 50 Jahren ist die $4^1/_2$ % Anleihe von 1909 ausgegeben; eine Sperrfrist von 10 Jahren schützt den Inhaber vor der Konversion und dem Rückkauf.

Innerhalb 40 Jahren muß auch die 5 % Anleihe von 1906 getilgt werden, nach 10jähriger Frist, im Jahre 1917 beginnt die Tilgung durch die jährlichen Ziehungen.

Mit Amortisation in 49, 48 und 45 Jahren sind die 5 % inneren Anleihen ausgegeben worden; die Regierung ließ sich auch hier das Recht, die Anleihen zu konvertieren oder zurückzuzahlen für 10 Jahre nehmen.

Die Tilgung der 4 % russischen Staatsanleihe von 1902 erfolgt zu pari durch jährliche Verlosungen im Laufe von 39 Jahren, von 1902 ab. Die russische Regierung hat sich verpflichtet, vor dem 1. Januar 1915 die Anleihe weder zu konvertieren, noch die Amortisation zu verstärken.

Diese Amortisationsbedingungen entsprachen dem jeweiligen Stande des russischen Staatskredits und der Lage des internationalen Geldmarktes.

Das gleiche ist über die Nominalverzinsung der in der Zeit von 1894—1910 begebenen Anleihen zu sagen; sie bewegte sich von 3 % für Goldanleihen und 4 % für Kreditrubelanleihen bis zu $5^1/_2$ % für kurzfristigen Schatzwechsel der Jahre 1905—1906.

Was aber die Stückelung der Anleihe betrifft, so ergibt sich hier eine grosse Einheitlichkeit: die inneren Anleihen haben Stücke von 100, 200, 500, 1000 und 5000 Rbl.; die Rente noch von 25 000 Rbl. Die auf Rubel lautende 3,8 % Konversionsanleihe hat Stücke zu 150, 750 und 1500 Rbl. Die Anleihen in Francs

haben Stücke zu 500, 2500 und 12500 Frcs. Die in deutscher Währung abgeschlossenen haben Stücke zu 50, 1000, 2000 und 5000 Mk.

Eine besondere Stückelung haben die Schatzwechsel: Die Stücke zu 500 und zu 5000 Frcs. entsprachen dem Umstand, daß dieses Papier eine temporäre Anlage war und durch die $4^1/_2$ % Anleihe von 1909 ersetzt wurde.

Die sämtlichen Anleihen, die in der Zeit von 1894–1901 geschaffen waren, die 3,8 %-ige ausgenommen, haben vier Zinstermine im Jahre. Die 3,8 %-ige Konversionsanleihe von 1898 und alle aus der Zeit nach 1901 haben nur 2 Zinstermine im Jahr.

Die Zins- und Amortisationszahlungen der verschiedenen Anleihen verteilen sich auf die einzelnen Monate des Jahres sehr gleichmäßig.[1])

Fassen wir nun alles dies zusammen, so ergeben sich 3 Grupen von Anleihen. Eine Gruppe umfaßt die Staatsanleihen der Zeit von 1894—1903; als typische Merkmale sind 4 % Nominalverzinsung, 4 Zinstermine und die Ausgabe der Rentenanleihe. Eine andere Gruppe bilden die Anleihen der Kriegszeit und der Zeit der Liquidation dieser Folgen; die Nominalverzinsung steigt von $4^1/_2$ % bis zu 5 %, um wieder bis zu $4^1/_2$ % zurückzusinken; ein Hauptmerkmal für diese Kategorie der Anleihen sind die besonderen Verpflichtungen der Amortisation, welche die russische Regierung übernommen hat. Die Zinstermine sind nicht mehr für das kleinkapitalistische Publikum vierteljährlich, sondern nur halbjährlich.

Eine besondere Gruppe bilden die kurzfristigen Schatzwechsel.

Der Zinsen- und Tilgungsdienst der Staatsanleihen ist so gestaltet, daß die Staatskasse im Stande ist, die enormen Zahlungen bequem zu leisten.

Eine Liste der in der Zeit von 1894—1910 ausgegebenen Anleihen befindet sich im Anhang. Anhang I, II und III.

---

[1]) Im Jahre 1907 sind für Tilgungs- und Zinsendienst 374 406,225 Rbl. verausgabt worden; die Gesamtausgaben des Staates nach einzelnen Monaten geben uns in diesem Jahre folgendes Bild:

I.	258	V.	205	IX.	209,6	Mill.	Rbl.
II.	195	VI.	186	X.	207,2	„	„
III.	223	VII.	230	XI.	269,9	„	„
IV.	220	VIII.	176	XII.	202,4	„	„

Nach den Jahresberichten der Staatskontrolle 1908.

Über die geographische Verteilung aber gibt diese Angabe nicht den nötigen Aufschluß, da die Werte eine Tendenz haben, dahin zu wandern, wo sie sich am vorteilhaftesten verwerten lassen. Die geograph. Verteilung.

Die Einteilung der Anleihen in innere und auswärtige, wie dies so oft vorgenommen wird, bedeutet meistens nur, daß die inneren Anleihen im Auslande nicht notiert werden.

Den Berichten der Budgetkommission der Reichsduma entnehmen wir einige Daten über die Verteilung der russischen Staatsanleihen. Die Daten sind auf Grund einer amtlichen Statistik des Finanzministeriums ermittelt worden.

Für die 4 % Staatsrente ist die im Inlande „sichtbare Quote" immer eine steigende: von 69,8 v. H. im Jahre 1900 erreichte sie 76,9 v. H. im Jahre 1909 (mit 77,3 im Jahre 1906, 77,8 im Jahre 1908).

Für die erste und zweite Prämienanleihe ist eine Steigerung der Inlandsquote ungefähr um 1 % pro Jahr zu verzeichnen. Für die erste Prämienanleihe war die Quote 48,4 v. H. im Jahre 1900 und 58,5 v. H. im Jahre 1909. Für die zweite Prämienanleihe war sie 50,0 v. H. im Jahre 1900 und 56,7 v. H. im Jahre 1909.

Für die in Kreditrubeln ausgegebenen Anleihen ist die Inlandsquote eine wechselnde Größe: von 36,1 v. H. im Jahre 1900 bis 41,0 v. H. im Jahre 1901, z. B. 40,9 v. H. im Jahre 1905 (das Letztere ist wohl auf das Angstgefühl der ausländischen Gläubiger des russischen Staates zurückzuführen), mit einer Verschlechterung des russischen Kredits strömen die in Papierwährung geschlossenen Anleihen in die Heimat zurück.[1])

Für die Goldrubelanleihen für allgemeine Staatszwecke ist die Inlandsquote eine sinkende Größe: von 5 v. H. im Jahre 1900 nahm der im Inlande befindliche Teil der Goldanleihen ständig ab, 3,3 v. H. im Jahre 1908, um eine Höhe von 3,4 v. H. im Jahre 1909 zu erreichen.

Für die Eisenbahnschulden in Goldrubeln ist die Inlandsquote von 7,1 v. H. im Jahre 1900 auf 6,4 v. H. zurückgegangen und stieg wieder bis 7,6 v. H. im Jahre 1909.

Von der Staatsanleihe in den neuen Rubeln ist eine wechselnde seit dem Jahre 1906 immer steigende Inlandsquote zu beobachten: im Jahre 1902 sind von 159 Mill. Rbl. im Inlande nur 6562 Rubel zu sehen gewesen, also weniger als 0,0041 v. H., im Jahre 1903

---

[1]) Stenographische Berichte der Budgetkommission des Reichsduma. Drucksache Nr. 41, Seite 14—25, III. Duma, 3. Legislativperiode.

aber schon 6,3 v. H. und im Jahre 1906 11,7. Diese Quote stieg bis 12 v. H. im Jahre 1909.

Über die große 5 % Staatsanleihe von 1906 sind folgende Feststellungen gemacht worden: der Teil der Anleihe, der im Auslande begeben war — 656 500 000 Rubel — blieb im Auslande, von dem Teil aber, der im Inlande realisiert war, wurde eine sinkende Inlandsquote festgestellt: vom 88,8 v. H. im Jahre 1907 bis 79,1 v. H. im Jahre 1909.[1])

Nach der Schätzung der Frankfurter Zeitung ist die Mehrzahl der russischen Eisenbahnwerte in holländischem Besitz.[2]) Was aber die Staatsanleihen anbetrifft, so sind sie größtenteils im französischen Besitz. Die rapide Zunahme des französischen Besitzes an russischen Werten hat in der Zeit von der Mitte des Jahres 1895 bis zu Anfang des Jahres 1897 stattgefunden. Nach den Angaben des A. Neymark's steht die Höhe der Rente, die die an der Bank von Frankreich deponierten Wertpapiere abwarfen, im Jahre 1895 mit

---

[1]) Die im Inlande „sichtbare Quote" der russischen Staatsanleihen:

1900	4 % Rente	1. Präm.-Anleihe	II. Präm.-Anleihe	Kredit-Rbl.-Anleihen	Gold-Rubel-Anleihen für allgem. Staatszweck.	Gold-Rubel-Anleihen Eisenbahn-Schulden	Neu-Rbl. Anleihen	5 % Staats-Anleihe v. J. 1906 inn. Teil
	%	%	%	%	%	%	%	%
1900	69,8	48,4	50,0	36,1	5,0	7,1	—	—
1901	71,6	48,9	51,5	41,0	4,5	6,8	—	—
1902	73,3	51,3	51,6	40,3	4,1	6,6	0,0041	—
1903	72,4	53,2	53,1	38,2	4,0	6,4	6,3	—
1904	74,1	54,0	53,6	39,2	3,8	6,8	2,8	—
1905	75,3	54,8	53,2	40,9	3,8	7,7	3,6	—
1906	77,3	55,6	54,9	40,2	3,4	7,5	11,7	—
1907	76,6	56,1	55,2	39,9	3,4	7,5	11,7	88,8
1908	77,8	57,1	55,8	39,3	3,3	7,5	12,1	87,6
1909	76,9	58,5	56,7	37,5	3,4	7,6	12,0	79,1

Stenographische Berichte der Budgetkommission der Reichsduma. Drucksache Nr. 41, Seite 14—23, III. Duma, 3. Legislativperiode.

Im Jahre 1899 von der 3½ % Goldanleihe I. Emission 1894 „le payement de l'annuité global était 14 898 251 Frcs., payée en France 10 836 955 Frcs. — soit 73 %; 3½ % d'or 1894, 2. Emission annuité global 5 515 500 Frcs., les payements faits ein France 4 653 371 soit 84 % annuité; 3 % d'or 3. ieme Emission 1896 — annuité global 12 000 000 Frcs., les payements faits an France 10 150 080 Frcs. — soit 84 %. A. Neymark, IV — iem Rapport ..... Rome 1899, Seite 40.

Von den 231,5 Mill. Rbl. des Gesamtbetrages der 4½ % Anleihe vom Jahre 1905 sind im Inlande 82,3 Mill. Rbl. oder 35,6 % sichtbar; von 843,7 Mill. Rubel der 5 % Anleihe vom Jahre 1906 nur 164,2 Mill. Rbl. — oder 19,5 %, für und 5 % Innere Anleihe aber sind im Inlande von 396,8 Mill. Rbl. — 311. (4) Mill. Rbl. oder 78,5 % sichtbar.

Les Marches financies en 1908—09, p. 452. par Arth. Raffalovich. Paris.

[2]) Frankfurter Zeitung, 15. Januar 1904, A.

3,6 Mill. Frcs. (am 31. August), am 30. Juni 1897 21,9 Mill. Frcs. [1]) Dann, nachdem die innere Lage Rußlands sich verschlechtert hatte und durch die äußeren Verwicklungen Anlaß zu schlimmsten Befürchtungen gegeben war, nahmen auch die Beträge ab, die bei der Bank von Frankreich deponiert waren. Einen indirekten Aufschluß darüber bieten die amtlichen Angaben der russischen Staatskontrolle. Da finden wir die Beträge, die der Staat an die Bank von Frankreich für die kostenlose Aufbewahrung der russischen Staatspapiere und die Aufstellung der Namenszertifikate abgeliefert hat. Da die Bedingungen, unter welchen die Bank von Frankreich diesen Dienst versieht, die gleichen geblieben sind, so zeigen uns diese Beträge die Tendenz der Bewegung dieser Depots. Die größte Summe, die vom Staate abgeliefert wurde, ist 203 649,85 Rubel im Jahre 1903; dann nahm diese Summe ab und bildete im Jahre 1910 nur 188 337,64 Rubel. [2])

Kapitel III. Der russische Staatskredit, die Lage des internationalen Geldmarktes und die allgemeinen Emissionsbedingungen im Laufe der Zeit von 1894—1910.

Einige Züge der Finanzwirtschaft Rußlands.

Für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit eines Staates wird immer viel Wert darauf gelegt, wie sich die Finanzwirtschaft dieses

---

[1]) Depot des titres russes a la Banque de France, exprimes en Francs de rente

au	31. aut. 1895	3,6	Mill. Frcs.
	24. dec. 1895	9,2	„ „
	30. jun. 1896	14,7	„ „
	31. dec. 1896	18,9	„ „
	30. jun. 1897	21,9	„ „
	31. dec. 1897	24,1	„ „
	30. jun. 1898	26,3	„ „
	31. dec. 1898	28,0	„ „
	30. jun. 1899	29,3	„ „
	31. dec. 1899	30,5	„ „

Alfred Neymark, La Statistique internationale des valeurs mobilies. Le IV-iem Rapport presanté au nom du comité elu par l'Institut International des statistique. Rome, 1903, Seite 40.

[2]) Nach den Berichten der Staatskontrolle:

1901	150 000,00 Rbl.	1906	168 536,30 Rbl.
1902	133 863,15 „	1907	167 798,20 „
1903	203 649,85 „	1908	174 142,30 „
1904	174 583,00 „	1909	193 829,20 „
1905	171 106,50 „	1910	188 337,64 „

sind als Honorar an die Bank von Frankreich für die kostenlose Aufbewahrung der russischen Staatspapiere und die Aufstellung von Namenszertifikaten für die hinterlegten Inhaberstücke. (Bekanntlich ist dies mit besonderen Vorteilen verbunden: die 4 % Rente wird von dor 5 % russischen Kapitalrentensteuer befreit).

Staates gestaltet; es wird weniger mit der Möglichkeit des endgültigen Zurückzahlens des geborgten Geldes gerechnet, als mit der Sicherung des regelmäßigen Zahlens der Zinsen und ausbedungenen Amortisation. Daher kommt es, daß die Staaten, die übrigens ökonomisch sehr schwach sind, mit wenig erschlossenen Naturschätzen, unrationeller Landwirtschaft, sehr schwacher Industrie, trotzdem eines festen und umfangreichen internationalen Kredits sich erfreuen. Die Resultate der Finanzwirtschaft sind dermaßen zufriedenstellend, daß bei den Gläubigern gar kein Zweifel entsteht, daß einmal die Zinszahlungen seitens eines solchen Staates ausbleiben werden.

Um das zu erreichen, muß der Staat nicht zögern, den Gläubigern in das Budget den Einblick zu gewähren.

Aller dieser Dinge ist sich die russische Regierung ziemlich bewußt. Das tritt uns entgegen in den Gepflogenheiten des Finanzministeriums, bei der Zusammenstellung des Budgets des Reiches und in der Ausgestaltung des Steuerwesens.

Das Charakteristische ist in der Zusammenstellung des Budgets, daß das Budget im ordentlichen Etate immer mit Überschüssen von Einnahmen abgeschlossen wurde.[1]) Das gilt insbesondere für die Zeit vor 1908. Das geschah allerdings teilweise auf Kosten der Entwicklung des Volkes, da einige Bedürfnisse nicht gebührende Berücksichtigung dabei fanden.

Das gab das Recht, im offiziellen Exposé zu behaupten, daß die Lage der russischen Volkswirtschaft eine überaus günstige sei, und daraus weitgehendste Schlüsse zu ziehen. Die Bedürfnisse, die der Befriedigung nicht mehr länger harren konnten, sind in das außerordentliche Budget eingesetzt, obschon sie nicht immer außerordentlicher Natur waren. So kamen die ansehnlichen Fehlbeträge

[1]) Überschuß von ordentlichen Einnahmen im Jahre in Tausenden Rbl.

1890	18 589 *)	1897	107 857	1904	112 414***)
1891	—34 810	1898	235 734	1905	99 382
1892	12 111	1899	258 971	1906	210 535
1893	35 097	1900	170 846	1907	146 506
1894	99 840**)	1901	134 570	1908	30 057
1895	114 922	1902	103 264	1909	74 927
1896	171 274	1903	148 774	1910	307 829

*) Finanzminister Wyschnegradsky.
**) Finanzminister v. Witte.
***) Finanzminister Kokowzew.
Nach Jahresberichte der Staatskontrollen.

des außerordentlichen Budgets [1]) zustande. Der Voranschlag ist Anfang Januar in russischer Sprache publiziert worden, und die französischen, deutschen und englischen Übersetzungen sind bei den Korrespondenten der russischen Regierung immer zu haben. [2]) In dieser Weise kann sich jeder Gläubiger des russischen Reiches ein Urteil über die finanzielle Lage Rußlands bilden, ganz abgesehen davon, daß es nicht an Kräften fehlte, die diese finanzielle Lage des Landes entsprechend zu schildern wußten.

Das russische Budget im Laufe dieser 20 Jahre ist verdreifacht worden. Im Jahre 1890 bildeten die ordentlichen Ausgaben 914 Millionen und im Jahre 1910 betragen sie 2473 Mill. Rubel. Als Finanzminister Witte die Leitung der russischen Finanzgeschäfte im Jahre 1894 übernahm, ist die erste Milliarde im ordentlichen Budget überschritten worden.

Die ordentlichen Einnahmen wuchsen entsprechend. Von 933 Mill. Rubel im Jahre 1890 wuchsen sie bis zu 2 780 Mill. Rubel im Jahre 1910. Dies entsprach der Entwicklung des Staates; um den neuen Aufgaben gerecht zu werden, ist die Aufwendung von großen Mitteln nötig. Der Rückkauf von Eisenbahnen und die großartig angelegte orientalische Politik brauchten enorme Mittel. Das außerordentliche Budget spiegelt dieses wieder. Die außerordentlichen Einnahmen schwanken je nach Bedarf. Im Jahre 1890 Rbl. 94 Mill., im Jahre 1895 Rbl. 153 Mill., im Jahre 1901 Rbl. 163 Mill., im Jahre 1902 Rbl. 202 Mill., im Jahre 1904 Rbl. 385 Mill., 1905 Rbl. 793 Mill., 1906 1 Milliarde 840 Mill. Rbl. und im Jahre 1910 sanken sie bis zu 24 Mill. Rbl.

Die außerordentlichen Ausgaben gestalten sich folgendermaßen: 123 Mill. Rbl. im Jahre 1890, 366 Mill. Rbl. im Jahre 1895

---

[1]) Die Fehlbeträge des außerordentlichen Budgets in Tausenden Rbl.:

1890	29 334	1897	167 105	1904	455 497
1891	148 863	1898	221 833	1905	484 061
1892	22 858	1899	156 860	1906	67 452
1893	112 820	1900	304 919	1907	243 597
1894	26 197	1901	45 454	1908	68 072
1895	+ 213 565	1902	162 887	1909	+ 6 617
1896	+ 174 067	1903	53 935	1910	+ 99 413

[2]) Z. B. Für die Übersetzung des Budgetsvoranschlages in die europäischen Sprachen ist im Jahre 1908—1909 — den Transport nach dem Ausland einbegriffen, — 4 362,88 Rbl. verausgabt worden.

Die Herstellungskosten aber — Druck, Papier, Buchbinderarbeiten — machten 11 969,07 Rbl. aus. Zusammen 16 331,95 Rbl.

Nach Jahresberichten der Staatskontrolle. 1890—1910.

209 Mill. Rbl. im Jahre 1901, 365 Mill. Rbl. im Jahre 1902, 830 Mill. Rbl. im Jahre 1904, 1 Milliarde 279 Mill. Rbl. im Jahre 1905, 1 Milliarde 151 Mill. Rbl. im Jahre 1906 und 123 Mill. Rbl. im Jahre 1910.

Von den 2780 Mill. Rbl. der ordentlichen Einnahmen des Jahres 1910 stammten 216 Mill. Rbl. — oder 8% — von direkten Steuern 593 Mill. — oder 21% — von den indirekten 797 Mill. Rbl. — oder 29% von den Erwerbsunternehmungen des Staates (darunter 626 Mill. — oder 22% — von Eisenbahnen), 866 Mill. Rbl. — oder 30% — von den Staatsregalien (darunter 767 Mill. Rbl. — oder 27% — vom Branntweinmonopol), und von den Stempelabgaben 170 Mill. Rbl. — oder 6%. Um einen Begriff davon zu geben, wie hoch die Netto-Einnahmen der staatlichen Erwerbsunternehmungen sind, bringen wir hier einige Daten für das Jahr 1907: die Eisenbahnen brachten bei einer Ausgabe von 475,7 Mill. Rbl. nur 510,3 Mill. Rbl. Das Branntweinmonopol brachte 707,1 Mill. Rbl. bei einem Aufwand von 221,3 Mill. Rbl.[1])

Ein so rapides Anwachsen des Staatsbudgets stand in keinem Verhältnis zu dem Wohlstande der Bevölkerung; die Hungersnöte der Jahre 1890–1891, 1906—1907 und 1911—1912 zeigten uns drastisch, daß die Landbevölkerung ökonomisch äußerst schwach ist, nicht über die geringsten Ersparnisse verfügt, die ihr ermöglicht hätten, die schweren Winter ohne Staatshilfe zu verbringen, — und daß in einem Lande, wo die Kaufkraft der ländlichen Bevölkerung die einzige Grundlage des ökonomischen Aufschwunges ist. Das langsame Tempo der ökonomischen Entwicklung Rußlands ist übrigens auch aus den zu langsam zunehmden Beträgen der Stempelsteuer leicht ersichtlich.[1])

Trotzdem die objektiven und die russenfeindlichen Zeitungen und Zeitschriften die geringe Ausbildung der direkten Steuer in Rußland bemängelten, trotzdem sie die allgemeine Aufmerksamkeit auf eine ungesunde Entwicklung der indirekten Steuer lenkten,

---

[1])

	1900		1905	1906	1907	1908	1909	1910	
Direkte Steuer	131	8%	127	163	183	194	199	216	8%
Indirekte Steuer	506	30 „	409	494	510	526	530	593	21 „
Erwerbsunternehmungen	473	28 „	553	603	636	648	708	797	29 „
(darunter Eisenbahnen)	362	21 „	431	491	510	512	568	626	22 „
Staatsregalien	329	19 „	686	777	791	794	814	866	30 „
(d. Branntweinmonopol)	270	16 „	609	697	707	709	719	767	27 „
Stempelabgaben	88	5 „	100	113	123	137	152	170	6 „

Nach Jahresberichten der Staatskontrolle, 1900, 1905 - 1910.

trotzdem sie die großartige Anlage der Erwerbsunternehmungen und des Branntweinmonopols, vor allem der Eisenbahnen, als nicht dem kulturellen Niveau der Beamtenschaft und der Arbeiter entsprechend und unrentabel priesen, erreichte der russische Staatskredit in der Zeit von 1891—1903 eine Höhe, die sonst nur den Staaten mit fortgeschrittener Kultur zuteil wurde. Die Kriegsjahre brachten einen tiefen Sturz des russischen Staatskredits, weil die ungesunden Unterlagen der russischen Wirtschaft durch diese Ereignisse bloßgelegt waren. Der russische Kredit, qualitativ, sank bis zu der Stufe des Kredits einer exotischen Macht.

Die Ausnahme-Jahre 1909 und 1910, die dem Lande eine enorm reiche Ernte brachten, hatten die finanzielle Lage Rußlands gehoben; die Finanzverwaltung konnte daran denken, zu der außerordentlichen Tilgung der Staatsschulden zu schreiten.[1]) Die Besserung des russischen Staatskredits fand Ausdruck in dem Steigen der Kurse der russischen Anleihe.

Alle diese Tatsachen sind genau den Gläubigern bekannt gewesen und trotzdem gaben sie bis zu dem Jahre 1904 dem alten Schuldner das Geld reichlich und gern. Die Erklärung dieses Paradoxons ist in der internationalen Lage zu suchen, in der Gestaltung der Geldmärkte und in der zunehmenden Sparsamkeit der westeuropäischen Bevölkerung.

Die Tendenzen d. Entwicklung des Emissionsgeschäftes auf d. internationalen Geldmarkte.

Wir nehmen Abstand von der statistischen Darstellung der Emissionen der Welt und der Anteile der einzelnen Länder daran, da die diesbezügliche Statistik nicht genügend zuverlässig ist. Die Ursachen dieser Unzuverlässigkeit liegen auch in allgemeinen Schwierigkeiten der Emissionsstatistik.[2])

---

[1]) Die Ernte der Jahre 1909 und 1910 brachte, mit der mittleren Ernte der Jahre 1907 und 1908 verglichen, einen Überschuß von 1 800 000 000 Pud. im Werte von über anderthalb Milliarden Rbl. Russ. Zeitg., Moskau N 1. 1. Januar 1912. E. Epstein: Das Jahr 1911. Eine ökonomische Revue.

[2]) „Der natürlichen Forderung einer umfassenden und absolut korrekten Emissionsstatistik widerstrebt, wie auch in der Bankenquête festgestellt worden ist, die Materie selbst. Die Freizügigkeit des Wertpapieres ist es, die in der Hauptsache diese Schwierigkeiten der ziffermäßigen Erfassung zur Folge hat. Daneben öffnen sich der Emissionsstatistik auf Schritt und Tritt Fehlerquellen. Unmöglich ist es, festzustellen, zu welchen Preisen die Emissionen im Einzelnen untergebracht werden, unmöglich, wieviel nach kurzem Aufenthalt im Portefeuille des Publikums zurückfließt an die Bankstellen, zurückfließt an das Ausland, nicht zu übersehen, wieviel durch Amortisationen an Effekten dem Markte wieder entzogen wird, welche Beträge einen Umtausch älterer, bereits bestehender Verbindlichkeiten gegen Wertpapiere darstellen.“ Frankfurter Zeitung 7. Juli 1910, Abendblatt.

Wir werden kurz die Beanspruchung des internationalen Kapitalmarktes von Seiten der europäischen Mächte anlehnend an die Publikationen „Les marchés financiers“ par Arthur Raffalovich, Jahresrevue von Alfred Neymarck, L'économiste francais, éd. par P. Leroy-Beaulieu, Frankfurter Zeitung u. a., skizzieren.

Auf dem französischen Kapitalmarkte haben von Anfang unserer Zeit an große Änderungen stattgefunden; die Krisen von 1890—1891, 1900 und 1907 hatten den Inhabern von Industriewerken große Verluste gebracht und den Geschmack an Erwerbung der neuen für längere Zeit gründlich verdorben. In der Zwischenzeit strömten die anlagesuchenden Kapitalien zu den Banken zurück,[1]) blieben aber als niedrig verzinsliche Depositen nicht lange Zeit dort liegen.

Ein Aufschwung des Emssionsgeschäftes lies an sich nicht lange warten. Auf die Jahre 1894, 1902 und 1906 fällt das Maximum der Emissionen.[2]) Vor allem sind es die Regierungen aller Länder, Provinzial- und Kommunalverbände, die davon profitierten; sie brachten große Mengen von Schuldverschreibungen auf den Markt, nnd da sie auch neben dem verhältnismäßig hohen Ertrage eine viel größere Sicherheit als die Dividendenpapiere boten, zogen sie die anlagesuchenden Kapitalien an sich; die Deposita der Banken nahmen die gewöhnlichen Dimensionen an.

Die ungewöhnliche Geldflüssigkeit im Jahre 1894 veranlaßte die Länder, Konversionen vorzunehmen. Frankreich und Rußland konvertierten große Posten ihrer Staatsschulden. Industrie- und Eisenbahngesellschaften suchten die Verzinsung der Obligationsschuld, soweit die Statuten es zulassen, herabzudrücken. Deutschland folgte dem im Jahre 1896. Es beteiligte sich, wie auch England, sehr lebhaft an den Emissionen der Eisenbahn- und Industriewerte.

Im Jahre 1897 war es England, das in starkem Maße den Kapitalmarkt in Anspruch nahm; ihm folgte Deutschland. Rußland beginnt mit den Emissionen der Industriewerte und der reichlicheren Ausgestaltung der Banken mit den Betriebsmitteln.

Die Vergrößerung der Betriebsmittel der russischen Banken dauerte im Jahre 1898 fort, Rußland hat ebenso wie Deutschland und England der Industrie und dem Eisenbahnwesen neue Mittel zuführen müssen. Es kann dabei nicht außer acht gelassen werden,

---

[1]) Commission des crises économiques, Journal officiel de la Republique Française, 1909, p. 1151.

[2]) ib.

daß es die englischen Kolonien sind, die den Kapitalmarkt in stetig zunehmender Weise beanspruchten.

Das Kreieren der Bankwerte ist für Deutschland ein charakteristischer Zug des Jahres.

Das Jahr 1899 ist durch bedeutende Emissionen der Industriewerte seitens Frankreich und besonders Deutschlands ausgezeichnet. England fuhr fort, die Industriewerte und Eisenbahnwerte zu emittieren.

Die seit 1897 eingetretene starke Beanspruchung des Marktes von Seiten der russischen Industrie nach den sehr großen Anforderungen des Jahres 1898 flaute in diesem Jahre etwas ab, um im Jahre 1900 wieder umfangreicher zu werden.

Im Jahre 1900 trat in erster Linie England mit den Geldforderungen an den Kapitalmarkt heran. Durch den Burenkrieg veranlaßt, stellte England in diesem Jahre sehr hohe Ansprüche an den Markt; die umfangreichen Emissionen der Staatsanleihen, — keine Emissionen von Bankwerten und eine sehr lebhafte Emissionstätigkeit auf dem Markte der Industriewerte — sind die charakteristischen Erscheinungen dieses Jahres.

Die Ansprüche der deutschen Industrie konnten unter dem Einfluß des hohen Kreditbedarfs Englands nicht volle Befriedigung finden. In diesem Jahre sind auf dem internationalen Kapitalmarkte die Versuche gemacht worden, amerikanische Staatswerte in größeren Beträgen unterzubringen. Rußland legte Gewicht auf weitere Ausgestaltung der heimischen Banken und Industrieunternehmungen mit größeren Betriebsmitteln.

Im Jahre 1901 sind es England und Deutschland, die den Kapitalmarkt in starkem Maße in Anspruch nahmen — beide emittierten große Beträge der Staatswerte. Frankreich legte das Hauptgewicht des Geschäftes auf die Industriewerte. Die Emssionstätigkeit Rußlands ist in diesem Jahre sehr schwach; die Übergründungen, die zur Krise des Jahres 1900 geführt haben, führten das Abflauen herbei.

Das Jahr 1902 leitet wieder eine Periode der Konversionen ein: Frankreich nimmt in diesem Jahre die Umwandlung der $3^1/_2$ % Rente in 3 % vor. Auf dem Anleihemarkte treten wieder England und Deutschland mit der Emission der Staatswerte in beträchtlichem Umfange auf. Rußland steht mit der Emission der Staatswerte weit hinter den beiden Mächten.

Im Jahre 1903 konvertierte Österreich-Ungarn einen großen Betrag der Staatsschulden. Der Bedarf Englands ist mit der Be-

endigung des Burenkrieges etwas geringer geworden, Deutschland tritt auch mit viel bescheideneren Anforderungen an den Markt heran; die Vereinigten Staaten aber sind es, die von diesem Jahre angefangen ständig dem Kapitalmarkte jährlich hohe Beträge abnehmen.

Unter viel ungünstigeren Verhältnissen machte Italien im Jahre 1904 die Konversion eines Teiles seiner Schuld.

Die Lage des Kapitalmarktes ist durch die Anforderungen von Seiten Englands und der kriegsführenden Mächte in eine sehr ungünstige verwandelt worden.

Im Jahre 1905 ist der Kapitalmarkt nicht nur in stärkstem Maße von den kriegsführenden Mächten in Anspruch genommen, sondern die Emssionstätigkeit Englands und Deutschlands auf dem Gebiete der Bank- und Industriewerte war eine sehr rege und benötigte große Mittel. Der sehr große Bedarf der Vereinigten Staaten kam hinzu.

Im Jahre 1906 sind es Rußland und Deutschland, die den Kapitalmarkt sehr ausgiebig für die Befriedigung der Staatsbedürfnisse in Anspruch nahmen. Die Emssionen sehr hoher Beträge der Bank- und Industriewerte von Seite Deutschlands kamen hinzu. England wetteiferte auf diesem Gebiete mit Deutschland.

Als das Charakteristische kann für das Jahr 1907 die Fülle der amerikanischen Werte gelten. Die Ansprüche der anderen Länder sind sehr bescheiden im Vergleich mit denen der Vereinigten Staaten gewesen; nur Deutschland beanspruchte für Staatszwecke große Mittel. Die Emissionen Rußlands sind in diesem Jahre sehr bescheiden. Die im Jahre 1906 angefangene Vergrößerung der Kapitalien der russischen Banken dauerte fort und nahm im Jahre 1910 einen sehr ansehnlichen Umfang an.

Im Jahre 1908 sind es wieder die Vereinigten Staaten, die die höchsten Ansprüche an den Markt stellten.

An der Spitze der Staaten, die das Geld für die Befriedigungen der Staatsbedürfnisse brauchten, stand in diesem Jahre Deutschland.

Im Jahre 1909 waren die Anforderungen der Vereinigten Staaten noch höher als im Vorjahre. Von europäischen Staaten hatte wieder Deutschland den größten Bedarf für die Staatszwecke; niedriger war der Bedarf Englands für den gleichen Zweck. Rußland bedurfte Geld für die Befriedigung des Bedarfs der Kreditinstitute und der Industrie, welche in einer rapiden Entwicklung begriffen war.

Das Jahr 1910 ist für Rußland wieder ein Jahr der Weiterentwicklung der Produktionskräfte des Landes und seines Verkehrs.

Als Charakteristikum für das Jahr kann die Steigerung des Bedarfs der Industrie in England und Frankreich angesehen werden.[1])

Im Laufe dieser 17 Jahre sind zwei Perioden der Geldflüssigkeit auf dem internationalen Geldmarkte bemerkbar: die erste nimmt ihren Anfang im Jahre 1893 und die zweite im Jahre 1902. Der Kurs der festverzinslichen Werte erreichte eine Höhe, die im Einklang mit dem Marktdiskontsatze und Kapitalisationszinsfuß stand; die 3 % französische Rente, die ultimo Dezember 1893 nur 98,25 notiert wurde, erreichte Ende 1894 101,62.[2]) Das Gleiche ist auch über die 4½ % französische Rente zu sagen: Von 105,55 ultimo Dezember 1893 schnellte sie, trotz der im Laufe des Jahres ausgeführten Konversion (sie ist in eine 3/½ % verwandelt worden), bis zu 107,45 % ultimo Dezember 1894. Die russischen Konsols hatten eine Steigerung des Kurses von 2,35 % (von 99,65 u. D. 1893 auf 102,00 u. D. 1894) im Laufe des Jahres erfahren. Der Privatdiskontsatz in Paris im Durchschnitt des Jahres stand außerordentlich

---

[1]) „Moniteur des intérêts materielles", Bruxelles, veröffentlicht jährlich die auf den Schätzungen beruhende Zusammenstellungen über die Emissionen der Welt, denen allerdings ein sehr bedingter Wert beigemessen wird. Nach dieser Puslikation sollten die Weltemissionen (inkl. Konversionen) folgende Entwicklung gehabt haben:

	Emissionen u. Konversionen zusammen in Milliarden	Staats-, Stadt- u. Provinz-Anleihen	Bank-Werte	Eisenbahn- und Industrie-Werte	Konversionen
	Frcs.	%	%	%	%
1892	2,5	36,63	2,74	57,16	3,47
1893	6,0	34,75	9,53	21,76	33,97
1894	17,8	16,46	1,90	10,69	70,96
1895	6,5	30,43	10,85	38,84	19,88
1896	16,7	22,47	4,62	27,60	45,41
1897	9,6	22,58	9,20	61,08	7,14
1898	10,5	19,38	13,39	51,67	15,56
1899	11,3	22,10	13,37	58,97	5,47
1900	11,9	40,46	11,85	47,71	—
1901	9,9	52,19	7,04	40,77	—
1902	22,0	26,84	3,60	30,89	38,67
1903	18,3	16,05	7,26	28,94	47,75
1904	14,4	39,97	9,29	38,05	12,69
1905	19,1	37,75	9,70	43,78	8,77
1906	26,6	23,13	8,68	29,34	38,85
1907	15,3	35,89	9,93	52,72	1,46
1908	21,2	34,17	6,47	57,80	1,56
1909	24,6	34,65	9,30	46,05	10,00
1910	26,5	34,18	10,23	42,12	13,47

[2]) Die neu geschaffene 3½ % französische Rente hatte in diesem Jahre den höchsten Kurs seit 1886—1901: 109,40 %; im allgemeinen hatten die französischen Renten in diesem Jahre sehr lebhafte Bewegung der Kurse: Von 7,70 % bis 5,90 %.
Arth. Raffalovich, Les oscilations des valeurs à revenu fixe depuis 1886. L'Econom. Franc. 1902, 18. Januar 1894, p. 67.

niedrig: von 2,25 % im Jahre 1893 sank er bis zu 1,62 % im Jahre 1894. In London erreichte die Geldflüssigkeit ihre Höhe im Jahre 1895, als der Privatdiskont im Durchschnitt des Jahres 0,81 % war.

Frankreich setzte in diesem Jahre den Zinsfuß der 4½ % Rente um 1 % herunter, Rußland konvertierte die 5 % Bankbillets in 4 % Staatsrente und emittierte eine 3½ % Anleihe, die die 5% Eisenbahn-Obligationen der verstaatlichten Eisenbahnen ersetzen sollte — eine Transaktion, die der russischen Regierung vollständig geglückt ist und eine außerordentliche Nachgiebigkeit des Publikums zeigte; es nahm eine so außergewöhnliche Herabsetzung des Zinsfußes um 1½ % an. Im Jahre 1894 sind in Frankreich Konversationen im Betrage von 10,7 Milliarden Frcs. ausgeführt worden.[1])

Von dieser nachhaltenden Konjunktur profitierte auch Deutschland, indem es im Jahre 1896 die Konversion der Staatsschuld vornahm: 6 256 359 357 Mill. Frcs. der Tritres sind konvertiert worden. Diese erste Periode der Konversionen hat mit dem Jahre 1899 ihr Ende gefunden.

Nach zwei Jahren führte Frankreich die weitere Herabsetzung des Zinsfußes herbei: die 3½ % Rente war durch eine 3 % ersetzt. Von 6 801 000 000 Frcs. der französischen Konversionen stammten 6,790 Mill. Frcs. von dieser Konversion her. Die Lage des Geldmarktes bot für diese Transaktion nur insoweit Anlaß, als der Kapitalisationszinsfuß die Herabsetzung der Verzinsung gestattete und die Neigung des Publikums zu den fest verzinslichen Werten recht klar zutage trat.[2]) In dieser zweiten Periode konvertierten außer Frankreich noch Deutschland, Österreich-Ungarn und Italien die Staatsschulden.

Das Jahr 1906 ist der Anfang einer dritten Periode der Konversionen. Die Jahre 1907 und 1908 sind die Jahre der besonderen

---

[1]) Conversions effectuées en France en 1894:

Conversion du 4½ % Français en 3½ % . . .	6 789 000 000	Frcs.
Emprunt Norvegien	55 000 000	„
Conversion en Rente 4 % russe des billets 5 % de la banque et des 2 et 3 emprunt Orient .	3 000 000 000	„
315 775 oblig. de la Compagnie Parisienne du Gaz	157 887 200	„
Remboursement et Conversion des Emprunt Ottomans dits „Tributs d'Egypte“	205 308 500	„
Emprunt Suedois	55 137 600	„
Emprunt Danois	33 600 000	„
Conversion du Credit Foncier	375 000 000	„
Total des conversions	10 670 933 600	Frcs.

Les marchés financiers en 1894—95 par Arth. Raffalovich. Paris. p. 15.

[2]) Der Diskontsatz im freien Verkehr war in Paris im Jahre 1902 durchschnittlich 2,43 %, in London 2,99 %.

Tätigkeit auf dem Gebiete der Eisenbahn- und Industriewerte; der Anteil der Konversionen ist verschwindend gering. Im Jahre 1909 nehmen die Konversionen wieder einen größeren Teil ein, aber die Werte, die konvertiert waren, gehören meistens exotischen Ländern an.[2]) Die Tätigkeit auf dem Markte der Industrie- und Eisenbahnwerte ist im Abflauen; die weitere Konzentration im Bankgewerbe gibt eine seit 1908 steigende Quote für die Bankwerte.

Die friedliche Zeit bis zum Jahre 1900 benützten die Länder für die Förderung der Entwicklung der heimischen Produktionskräfte; keine der europäischen Mächte stellte so hohe Anforderungen an den Geldmarkt für die Befriedigung der Staatsbedürfnisse als die in der späteren Zeit. Deutschland und England wetteiferten in der Ausbildung der Industrie. Deutschland legte auch viel Wert auf die entsprechende Ausgestaltung der eigenen Kreditinstitute. Mit dem Jahre 1900 veränderte sich die politische Konstellation gänzlich; es sind neue Aufgaben für die europäischen Großmächte durch den Burenkrieg und die Vorgänge auf dem fernen Orient erwachsen. Das Wetteifern Deutschlands mit England auf dem Gebiete des Marinebaues veranlaßte beide Mächte zu der Steigerung der Staatsausgaben und mit dem zu der stärkeren Beanspruchung der Geldmärkte. Fortan sind es Deutschland und England, die bis zu dem Jahre 1904 ständig mit dem Angebot der Staatspapiere auf dem internationalen Geldmarkte waren. Die Käufer, vor allem aber die Bankinstitute, waren sich der Tatsache, daß das Flottenbauprogramm für eine Anzahl der Jahre die hohen Ausgaben notwendig macht, ziemlich bewußt und drückten bei der natürlichen Entwicklung des Verkehrs und der Industrie die Kurse dieser Papiere ziemlich herunter. Diese Tatsache hatte auch bei der Verteuerung, des Kredits nach dem Jahre 1900 mitgewirkt — bei der Verteuerung die sich als sehr nachhaltig herausstellte, die besonders peinlich durch die im Jahre 1904 den Krieg beginnenden Mächte empfunden wurde, — und die bis zum Augenblick von ungünstigster Wirkung auf die Industrie ist. Der Privatdiskont sowohl in Paris wie in London hatte viel höheren Stand, von 3,17 im Jahre 1900 in Paris sank er bis zu 2,10 % im Jahre 1905, um im Jahre 1907 wieder 3,40 % zu erreichen, und in London von 3,70 im Jahre 1900 über den niedrigsten Stand — 2,66 % im Jahre 1905 — bis zu 4,53 % im

[1]) Weder Rußland noch Deutschland hatten Konversionen gemacht, ebensowenig England und Frankreich.

Jahre 1907 zu steigen. In diesem Jahre bildete die Spannung zwischen dem Privatdiskont und dem Diskont der Bank von England nur 0,40 % (in Paris zu gleicher Zeit nur 0,24 %).

Die Besserung der Lage der internationalen Geldmärkte seit 1908, als der Privatdiskont in Paris wieder 2,25 %, und in London 2,31 % war, führte wieder eine Belebung des Emissionsgeschäftes herbei.[1])

Die Tendenzen der Entwicklung des Emissionsgeschäftes auf dem internationalen Geldmarkte, die wir in aller Kürze kennen gelernt haben, zeigen uns in allgemeinen Zügen dasselbe Bild, welches aus der Betrachtung der Bewegung der Einnahmen aus der französischen Börsensteuer entspringt.

Die französische Besteuerung der Börsentransaktionen und der börsenmäßigen außerhalb der Börse abgewickelten Geschäfte, „l'impôt sur les opération de Bourse", ist im Jahre 1893 ist mit einem Satze von 5 Centimes auf 1000 Frcs. eingeführt, im Jahre 1899 auf 1 % erhöht worden und im Jahre 1908 verdoppelt worden. Die Jahre der regsten Tätigkeit lieferten auch das Maximum der Einnahmen: im Jahre 1894 sind 10,5 Mill. Frcs. vereinnahmt worden. Das Ablaufen der Transaktionen entsprach einer Abnahme der Steuereinahmen um 400 000 Frcs., und das Jahr 1896 brachte nur 5,1 Mill. Frcs. an Börsensteuer ein — es war ein Jahr der allgemeinen Depression. Ein anderes Jahr der Depression war das Jahr 1904, als an Börsensteuer nur 7,1 Mill. vereinahmt wurden. Das Geschäft entwickelte sich langsam und erreichte das Maximum im Jahre 1906: als Einnahme ist 7,9 Mill. Frcs. zu verzeichnen.[2])

Die Kurve der Entwicklung des Emissionsgeschäftes läuft in gleicher Richtung mit der Kurve der allgmeinen wirtschaftlichen Entwicklung, nur die Maxima fallen nicht zusammen, die des Emissionsgeschäftes lauft etwas hinten nach; der Kapitalbildung

---

[1]) Esslen, Die Konjunktur und der Geldmarkt, Tabelle 46.

[2]) L'impot sur les operations de Bourse. (10 centime pro 1000 Frcs.) en mill. Frcs.:

1893	4,3 (7. dern. mois)	1901	6,1
1894	10,5	1903	7,1
1895	10,1	1902	7,4
1896	5,1 (loi 28./XII. 1895)	1904	7,1
1897	5,5	1905	7,7
1898	5,1	1906	7,9
1899	6,9 (loi 13./IV, 1898)	1907	7,8
1800	6,8	1908	10,4 (loi 31./XIII. 1907: le doublement de droit).

Haristoy, Le marché finançier francais, Paris 1909, p. 9.

und Kapitalanhäufung folgen die Perioden seiner nutzbringenden Anlage. Im Jahre 1905 hatte sich eine sehr lebhafte Tätigkeit auf allen Gebieten der wirtschaftlichen Betätigung entwickelt, das beweisen die hohen Umsatzziffern des Londoner Clearinghouse's: von 10,5 Milliarden £ im Jahre 1904 wuchsen sie auf 12,2 Milliarden im Jahre 1905, eine Zunahme von 1 723 738 Tausend £. Das folgende Jahr war aber das Jahr einer besonders regen Emissionstätigkeit: 26,5 Milliarden Frcs. Die darauffolgenden Jahre sind Jahre des Abflauens der wirtschaftlichen Tätigkeit bis zu dem Krisenjahre 1907 als die Umsätze des Clearinghouse's einen Rückgang von 610031 Tausend Pfund gegenüber dem Vorjahre aufwiesen.[1])

Nach dem Krisenjahre 1900, in welchem die Menge von bei der Bank von Frankreich diskontierten Wechseln 16,7 Mill. Stück im Betrage von 12,2 Milliard. Frcs. erreichte, trat im Jahre 1902 ein günstiger Moment für die Emissionen ein: die Bank von Frankreich diskontierte 17,4 Millionen Wechsel in einem Betrage von 9,5 Milliarden Frcs. Das folgende Jahr war ein Jahr der lebhafteren Tätigkeit; bei der Bank wurden die Wechsel auf 11,7 Milliarden Frcs. diskondiert bei einer Zahl von 18,4 Mill. Stück.[2])

Die Entwicklung des Diskontgeschäftes der Bank von Frankreich im Jahre 1907 zeigt uns die Anspannung des Zinssatzes für das Leihgeld besonders bei der sehr geringen Spannung zwischen Bank-

---

[1]) Die Umsätze Clearinghouse's in 1000 Pf. Strlg.):

		+ Zunahme — Abnahme			+ Zunahme — Abnahme
1894	6 337 222	+ 1 255 664	1901	9 561 169	+ 467 573
1895	7 592 886	— 18 033	1902	10 028 742	+ 91 083
1896	7 574 853	— 83 572	1903	10 119 825	+ 444 372
1897	7 491 281	+ 606 010	1904	10 564 197	+ 1 723 738
1898	8 097 291	— 1 052 978	1905	12 287 935	+ 423 399
1899	9 150 279	+ 190 099	1906	12 711 334	+ 19 059
1900	8 960 170	+ 606 999	1907	12 730 393	— 610 031
			1908	12 120 362	

[2]) L'escompte de la Banque de France:

	Zahl der Wechsel in Mill. Stück	Jahresbetrag in Milliarden Frcs.		Zahl der Wechsel in Mill. Stück	Jahresbetrag in Milliarden Frcs.		Zahl der Wechsel in Mill. Stück	Jahresbetrag in Milliarden Frcs.
1890	12,5	9,6	1897	14,7	10,4	1904	19,1	10,8
1891	13,3	10,0	1898	15,3	11,0	1905	19,1	10,9
1892	13,0	8,4	1899	16,1	11,7	1906	20,5	13,9
1893	13,3	8,9	1900	16,7	12,2	1907	21,5	15,7
1894	13,5	8,7	1901	16,8	9,9	1908		
1895	13,4	8,6	1902	17,4	9,5	1909		
1896	14,2	9,9	1903	18,4	11,7	1910		

Journal officiel de la Republique Française 1909, p. 1518.

und Privatdiskont, und damit die geringe Aufnahmefähigkeit des Marktes, die zum Abflauen des Emissionsgeschäftes führte. Die durchschnittliche Höhe der bei der Bank von Frankreich diskontierten Wechsel zeigt uns das deutlich: 1900 war sie bis 730 Frcs., im Jahre 1902 nur 546 Frcs. — das war ein Jahr des Überflusses an anlagesuchendem Kapital, — sie stieg im Jahre 1903 bis zu 636 Frcs. und erreichte im Jahre 1907, dem Jahre der allgemeinen Geldknappheit, wieder die Höhe von 730 Frcs.[1])

Diese allgemeinen Faktoren sind nicht allein beim Zustandekommen der russischen Emissionsgeschäfte maßgebend. Sie bedingten nur die wichtigsten Momente der Verträge, die die russische Regierung mit den Emissionshäusern schloß: die Höhe des Zinsfußes, den Zeitpunkt der Emission und dessen Umfang.

Hinzu kommen die anderen politischen Erwägungen, die diese Emissionsbedingungen in ihren wesentlichsten Bestandteilen modifizieren können, und modifiziert hatten, die bestimmte gewiße Klauseln in die Verträge einführen liessen.

Eine Komponente davon ist die Wirtschaftslage des Gläubigerstaates, die durch das Studium des Landes und immerhin sehr bereitwilliges Entgegenkommen der Finanzverwaltung mehr der Öffentlichkeit zugänglich ist, als die zweite — die Stimmung des anlagesuchenden Publikums.

Der russische Staatskredit u. die Bewegung der Kurse der typischen Papiere Rußlands, Frankreichs und Englands.

Der Kredit des Staates findet seinen Ausdruck in der Höhe der Kurse der Schuldverschreibungen des Staates, was nichts anderes ist, als die auf der Börse formulierte öffentliche Meinung der Finanzkreise über alle diese Dinge. Für jedes Land existieren Staatspapiere, die als Maß der Kreditfähigkeit des Staates betrachtet werden können; für Frankreich ist es die 3% Rente, für England die Konsols. Für Rußland gilt als erstklassiges Papier die 4%, sogenannten „russischen Konsols", „4% Russen", „4% russische Goldanleihe" der Emission des Jahres 1899.

Der Pariser Kurs dieses Papieres zeigt uns folgende Schwankungen: Im Jahre 1894 standen die 4% Russen 101,20% und die französische 3% Rente 101,60%. Wenn wir das als Ausganspunkt für die Beurteilung des Standes des russischen Kredits nehmen, muß fest-

[1]) Die durchschnittliche Höhe der bei der Bank von Frankreich diskontierten Wechsel:

1894	1895	1900	1902	1903	1904	1905	1906	1907	
644	642	730	546	636	565	576	678	730	Frcs.

Journal officiel de la Republique Française 1909, p. 1158.

gestellt werden, daß der russische Kredit schwächer ist als der französische; bei der Kapitalisation des Ertrages der französischen Rente hat ein viel niedrigerer Zinsfuß Anwendung gefunden als bei der Kapitalisation des Ertrages der russischen. Im Jahre 1899 waren die 4 % Russen 1,8 % niedriger als die 3 % französische Rente: 97,20 und 99. Das Jahr 1898 ist als Blütezeit des russischen Kredits zu betrachten: 4 % Russen des Jahres 1880 hatten einen Kurs von 105 % gehabt;[1]) ultimo August standen diese Papiere 103,70 %; im Jahre 1902, der Zeit der Erwartungen der neuen Konversionen seitens einer Anzahl der Staaten Europas, standen sie ultimo August 102,80 %. Ein Sturz des russischen Staatskredits nach dem Ausbruch des russisch-japanischen Krieges, der nicht sofort einsetzte, fand seinen Ausdruck vor allem in der Baisse der russischen Fonds und bedingt die ungünstigsten Emissionsbedingungen bei der Deckung des Bedarfs an Mitteln zur Führung des kostspieligen Krieges. Die 4 % Russen sanken fortwährend bis zu 72 % im August des Jahres 1906.[1]) Es darf dabei nicht außer acht gelassen werden, daß seit 1900 eine allgemeine Abschwächung der Kurse der Fonds stattgefunden hat; die englischen Konsols, die seit 1903 nun mehr $2^1/_2$ % ertragen, büßten seit 1898 bis 1902 fast 5 % und nach dem Jahre bis 1906 wieder über 5 %[2]); sie sanken von 111 % im Jahre 1898 bis zu 88,70 % und die französische 3 % perpetuell Rente hatte ähnliche Kurseinbuße erlitten. Von 103,35 % im Jahre 1898 sank der Kurs der Rente bis zu 97,97 %.[3]) In der Reihe der Ursachen dieser Erscheinung nehmen die Steigerungen des Verkehrs und der Rentabilität der Divendendenpapiere, die zu dem höheren Kapitalisationszinsfuße führte, eine besonders wichtige Stelle ein.

Der russische Staatskredit stand zu dieser Zeit um 23 % niedriger als der ungarische.[4]) Die russischen Finanzschriftsteller messen eine große Schuld der russischen Finanzverwaltung bei, die durch eine Reihe von verfehlten Maßnahmen auf dem Gebiete der

---

[1]) L'Economiste Français, 29. Septembre 1906, p. 453.

[2]) Les oscilation des valeurs à revenu fix depuis 1886 par Arth. Raffalovich. Econ. Français, 10. Jan. 1902.

[3])

	1898	1902	1906 ult. Aug.
Consolidée anglaise	111 00	95,60	88,70
3 % Deutsche Reichsanleihe . .	97,40	92,60	86,70
3 % Franz. perpet. Rente . . .	103,35	101,00	97,97

[4])

4 % Russen 1880	103,70	102,80	72,00
4 % Ungarische Anleihe	103,00	103,10	95,00

L'Economiste Français, 29. Septembre 1906, p. 435.

Währungspolitik, die die Festigung des Staatskredits herbeiführen sollte, durch ganz unbegreifliche Schritte, bei der Beschaffung der für die Kriegsführung nötigen Mittel eines solchen Sturzes des russischen Staatskredits verursacht hat.[1]) Die Schädigungen waren besonders in Frankreich so groß, daß die Möglichkeit der Benützung des französischen Geldmarktes für eine längere Zeit ausgeschlossen schien. Die späteren Tatsachen lehrten uns, dass nur unter den schwersten Bedingungen der französische Geldmarkt zur Aufnahme der russischen Staatsanleihen sich bereit erklärte. Die Kriegsanleihe des Jahres 1906 hatte bei einem Emissionskurs von 88 % eine Realverzinsung von 5,68 % und die Bankiers erhielten 4½ % Kommission für dessen Plazierung. Eine Besserung des russischen Staatskredits bedeutete die Plazierung einer 4½ % Anleihe des Jahres 1909 zu 89,25 %, die in Frankreich den Subskribenten eine Realverzinsung von 5,04 % bot, und den Bankiers eine Kommissionsgebühr von 3,75 % [2]) gewährte. Es hat dabei nicht nur eine schwere Schädigung des Staatskredits stattgefunden, sondern eine dauernde Schädigung der Inhaber der niedriger verzinslichen russischen Wertpapiere mit dem festen Ertrage. Die Inhaber russischer 4 % Staatsrente, der 3 % Goldwerte nnd Eisenbahnprioritäten, sowie die inländischen Besitzer von Pfandbriefen der Hypothekenbanken litten ständig darunter.[3])

Russische 4 % Rente hatte ultimo 1894 einen Kurs von 95,25, ultimo 1898 erreichte der Kurs der russischen Rente seinen höchsten Punkt: er ist 101,00 notiert worden. Zu dieser Höhe stieg er ohne einen Rückgang zu zeigen. Seit 1898 ist der Kurs im Sinken be-

---

[1]) P. Migulin. Der russische Staatskredit, S. 1164 u. ff.

[2]) L'Economiste Français 1906, Mai, Seite 582.
Les Marchés financiers en 1908—9, par Arth. Raffalovich, Paris, p. 451.

[3]) Für die Zeit 1862—1903 gibt P. Migulin eine Tabelle der Emissionspreise (Realverzinzung) der Staatsanleihe verschiedener Länder, aus welcher wir einige Daten hier anführen:

	Russland %	Frankreich %	England %	Österr.-Ungarn %	Deutschland %
1893	4,484—4,376	—	—	4,324	3,456
1894	3,86	—	—	—	3,418
1895	3,80	—	—	3,980	—
1896	3,38	—	—	—	—
1897	3,000—3,781	—	—	3,804	—
1898	3,571	—	2,907	—	3,282
1899	—	—	3,710	—	3,528
1900	—	—	2,792	4,444	4,000
1901	4,255	3,000	2,910 – 3,552	4,255—3,448	4,03
1902	5,411	—	2,692	4,215	3,353
1903	3,907	—	—	4,010	3,282

P. Migulin, Der russische Staatskredit, Charkow 1907, S. 1051.

griffen: die Jahre 1899—1910 hatten folgende Kurse gesehen: 99,5, 93,0 (Petersburger Kurs), 96,10 %, 96,0 %, 97,5 %, 99,10 %, 90,75 % (das Jahr 1904), 78,6 % 73,60 %, 74,50 %, 76,50 %, 89,60 %, 94,60 % (Berliner Kurs). [1])

Eine solche Hebung des russischen Staatskredits in den letzten Jahren ist leider nicht auszunützen; die Klausel in allen seit 1904 abgeschlossenen Anleihen lassen weder eine Konversion noch eine verstärkte Tilgung zu.

Kapitel IV. Die russischen Staatsanleihen auf dem Pariser Markte.

Einige Züge der Organisation des Marktes.

Bis zurzeit der Amtstätigkeit des Finanzministers Wyschnegradski sind die russischen Anleihen ziemlich gleichmäßig auf allen wichtigsten Geldmärkten begehrt und durch holländisches, englisches und später durch das deutsche Publikum gekauft und gehalten worden. Nach den Konversionen, welche dieser Finanzminister ausführte, sind die russischen Staatspapiere aus England gänzlich abgestossen worden, teilweise auch aus Deutschland und drangen nach Frankreich ein. Für eine ganze Reihe von Jahren ist es nur der französische Markt, der den russischen Geschäften zugängig war. Der holländische Markt blieb für Rußland nur für die Eisenbahnwerte offen, der englische nur in der letzten Zeit für die Schuldverschreibungen der Städte. [2]) Der deutsche Markt konnte nicht für die russischen Transaktionen eine besondere Beutung gewinnen, besonders durch eine bestimmte Politik der Reichsbank bis 1894, und durch den Geschmack des deutschen Publikums, das Dividendenpapiere bevorzugte.

Zu Anfang unserer Zeitperiode war der französische Markt mit russischen Werten reichlich versorgt. Die Geschäftsverbindungen Rußlands waren in Frankreich befriedigend entwickelt. Nur sind die französischen Bankiers hinsichtlich der Höhe der Kommission für ihre Dienstleistungen ziemlich anspruchsvoll. Sie wußten genau, daß der Eigentümlichkeiten des französischen Marktes wegen es unmöglich ist, irgend ein Finanzgeschäft ohne ihre Hilfe zustande zu bringen.

Die französischen Bankinstitute und Bankhäuser sind im Stande, durch ein sehr ausgedehntes Netz von Filialen die Ersparnisse der

---

[1]) Im Jahre 1911 war ein Abflauen des Kurses der 4 % Rente festzustellen. Eine interessante Erklärung der Ursachen finden wir in einer Rede, die der Finanzminister neulich im Staatsrat gehalten hat. Siehe Anhang.

[2]) Als am Ende 1903 die Kriegsbefürchtungen die breiten Schichten des Publikums erfaßten, boten Paris und Holland die russischen Werte an der Berliner Börse an. Frankfurter Zeitung, 2. Jan. 1894, Abendblatt.

kleinsten Sparer dem Markte zuzuführen, die Subskription durch sehr weitgehendes Entgegenkommen zu ermöglichen und die Plazierung in feste Hände zu bewirken.

Die Führung auf dem französischen Markte, die in früherer Zeit dem Bankhause M. M. de Rothschild frères gehörte,[1]) zogen die großen Banken der Neuzeit an sich. Es ist anzunehmen, daß seit geraumer Zeit es folgende Banken sind: Crédit Lyonnais, Société Générale pour favoriser le développement du Commerce et de l'Industrie en France, und Banque de Paris et des Pays-Bas. Mit diesen drei führenden Instituten zusammen wird oft das Comptoir National d'Escompte de Paris als nicht minder bedeutendes Institut genannt.

In russischen Geschäften treten zu diesen Häusern als Konsorten noch Société Générale de Crédit Industriel et Commercial und die Bankhäuser E. Hoskier & Co., Hottinguer & Co.

Die relative Bedeutung dieser Bankinstiute in russischen Geschäften tritt uns aus einer Zusammenstellung, die wir der Publikation „Les Marchés financiers" par A. Raffalovich entnehmen, klar entgegen.

Wie bekannt ist, hatten die Inhaber der 5 % Bons de Tresor des russischen Staates von 1904 die Option bei der Erwerbung der Titel der neuen 4½ % Anleihe des Jahres 1909; sie bekamen den vollen Betrag der präsentierten Bons in neuen Schuldverschreibungen. Von 1 600 000 Bons sind in Paris 1 513 000 Stück präsentiert worden. Das Publikum zeichnete 15 541 000 Obligationen. Bei der Bank de Paris et des Pays-Bas sind 202 000 Bons präsentiert, gezeichnet wurden 4 168 000 Obligationen. Crédit Lyonnais hat 629 000 Bons umgetauscht und 2 340 000 Obligationen wurden bei ihm gezeichnet. Comptoir National d'Escompte hatte 222 000 Bons umzutauschen und hat 3 588 000 Obligationen gezeichnet, Société Générale 335 000 Bons und 3 495 000 Obligationen. Das Bankhaus Hottinguer hatte 59 000 Bons umzutauschen und nahm Zeichnungen für 1 246 000 Stück Obligationen entgegen, Crédit Industriel hatte 63 000 Bons zum Umtausch und bei ihm sind 700 000 Obligationen gezeichnet worden. Von dieser Anleihe sind

[1]) Anläßlich des Ablebens des Barons Alphonse de Rothschild ist der Frankfurter Zeitung aus Paris, 28. Mai 1895 geschrieben worden: Die Großbanken, die immer mehr den Geldmarkt beherrschen und alle Finanzgeschäfte an sich reißen, treten ebenso wie in Deutschland auch in Frankreich mehr und mehr in den Vordergrund und drängen die Bankhäuser zurück. Auch das Haus Rothschild hatte schon seit langem nicht mehr die einflußreiche Rolle, die es früher ausübte. So ist besonders erwähnenswert, daß es, wohl aus verschiedenen Beweggründen, sich bei der letzten russischen Anleihe vollständig abseits gehalten hat. Fr. Ztg. 30. V. 1905. Abdblt.

für Frankreich 2 440 000 Obligationen zu 500 Frcs. im Betrage von 1 220 000 000 Frcs. reserviert worden. Die Zuteilung ist 2 % gewesen.[1])

Die Geschichte der chinesisch. Anleihe mit russischer Garantie im Jahre 1895.

Ein typischer Vorgang des Vorgehens der obengenannten Häuser bietet uns die Geschichte des Abschlusses der Chinesischen Anleihe mit russischer Garantie im Jahre 1895.

Gewöhnlich ist es sehr schwer, den Hergang eines Finanzgeschäftes zu rekonstruieren. Diesmal hat die Frankfurter Zeitung — die immer vorzüglich informiert ist, aber nur einen sehr geringen Bruchteil davon veröffentlicht — ihren Gewohnheiten entgegen ziemlich ausführlich die Sache besprochen. Die Ursache dieser außergewöhnlichen Ausführlichkeit mag wohl in der Rivalität der deutschen und französischen Häuser in dieser Sache liegen. Bekanntlich sind es das Haus Rothschild und die Direktion der Diskonto-Gesellschaft, die eine Beteiligung an dieser Anleihe abgelehnt hatten.[2])

Schon am 2. Februar des Jahres 1895 kamen aus Paris die Nachrichten über eine signalisierte Aufwärtsbewegung der russischen Werte. Am 8. war dort Direktor Rothstein von der St. Petersburger Internationalen Handelsbank erwartet worden, was in Verbindung mit neuen großen russischen Finanzgeschäften gebracht wurde. Herr Rothstein ist am 12. Februar in Berlin eingetroffen. Die Zeitung schrieb, daß die bevorstehenden Verhandlungen mit dem Vertreter des Pariser Hauses M. M. de Rothschild frères sich auf Konvertierung von russischen Eisenbahn-Prioritäten bezieht.[3]) Damit sind die Gerüchte über dieses Geschäft zu Ende.

Die Verfassung der Börse ist derart gewesen, daß das russische Finanzgeschäft bis Mai verschoben werden mußte.[4]) Die Börse zeigte keine Lust zu Geschäften; die Ereignisse am Ende des Vor- und am Anfange diesen Jahres, wie Kanzlerwechsel in Deutschland, Tod des Kaisers Alexanders III., Ermordung des Präsidenten Carnot, sowie die Demission des Präsidenten Casimir Perier, die sonst eine lebhafte Spekulation hervorrufen konnten, übten auf die Börse gar keine Wirkung.[5])

---

[1]) Les Marchés finançiers en 1908—1909, par Arthur Raffalovich, Paris. Appendice. p. 450.
[2]) Frankfurter Zeitung, 11. Juni 1895, I. Morgenblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 12. Februar 1895, Abendblatt.
[4]) Frankfurter Zeitung, 22. Februar 1895, I. Morgenblatt.
[5]) Frankfurter Zeitung, 26. April 1895, Abendblatt.

China genoß zu dieser Zeit Kredit in Deutschland und England, aber unter sehr schweren Bedingungen. Da die Verhandlungen über die Anleihe mit russischer Garantie sich in die Länge zogen, China aber das Geld sehr nötig hatte, mußte es eine Goldanleihe in Pfund Sterling kontrahieren. An diesem Geschäfte, das nur einen Betrag von £ 1,5 Mill. umfaßte, nahmen folgende Banken teil: Nationalbank für Deutschland, Chatered Bank of India; die Nominalverzinsung ist zu 5 % festgesetzt gewesen und das Konsortium hat die Anleihe zu 90½ % fest übernommen.[1])

Im Juni verlautete über die Grundzüge des abgeschlossenen russisch-chinesischen Geschäftes: Rußland hat für China eine Anleihe garantiert im Betrage von £ 16 Mill. = 400 Mill. Frcs. Als Gegenleistung für diese freundschaftliche Hilfe sollte sich China verpflichtet haben, die Konzession für den Bau der Mandschureibahn an Rußland zu erteilen. Nach einer anderen Version sollte China an Rußland das Recht übertragen haben, einen Landstrich oder einen Hafen zu besetzen.[2]) Als Urheber dieses Gedankens wird der verstorbene russische Minister für auswärtige Angelegenheiten, Fürst Lobanow, genannt. Die Anleihe sollte eine 4 % sein; an der Spitze des Konsortiums der russischen Banken stand Bankdirektor Rothstein und von dem Pariser Institute Bankier H. Hottinguer. Hinter dem Bankier Hottinguer standen: Bank de Paris et des Pays-Bas und Credit Lyonnais, Société Général, Comptoir National d'Escompte Crédit Industriel.[3]) Es sind im wesentlichen die Banken und Bankhäuser, welche die Umwandlung der russischen Anleihen und andere große russische Finanzgeschäfte durchgeführt haben. Die Emission sollte am 13. Juni zu 98¼—98½ % geschehen.

Die Nummer der Zeitung vom 15. Juni bringt uns sehr wertvolle Angaben über die Beziehungen der Mitglieder des Konsortiums zueinander. Die in Gold verzinsliche Anleihe muß in 36 Jahren getilgt werden und ist vor 1910 nicht rückzahlbar. Die Petersburger Banken — die Internationale Handelsbank, St. Petersburger Discontobank und Russische Bank für auswärtigen Handel — bekamen £ 6 Mill. die Pariser £ 2 Mill.: Banque de Paris et des Pays-Bas 2 Mill. Frcs., Comptoir National d'Escompte 1½ Mill. Frcs., Société Général 1,20 Mill. Frcs., Crédit Lyonnais 2 Mill. und Crédit Industriel 0,5 Mill. Frcs. Der Rest von

[1]) Frankfurter Zeitung, 26. April 1895, Abendblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 8. Juni 1895, Abendblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 11. Juni 1895, I. Morgenblatt.

0,8 Mill. £ war für etwaige ausländische Reflektanten vorbehalten. Den Übernahmepreis schätzte die Zeitung zu 94 %. Die Emissionspreis war auf 98½ % festgesetzt. Nach einiger Zeit stellte sich aber heraus, daß der Übernahmepreis etwas zu hoch geschätzt war, er betrug 94¾ %.[1]) Von der Marge zwischen dem Übernahme- und dem Begebungspreis sollte 1 % den Petersburger Banken zufallen, die sich ihrerseits verpflichtet hatten, die sämtlichen Stempelkosten zu tragen. Wie ich schon anderorts erwähnte, beabsichtigte die russische Regierung, das Gold im Lande zu belassen, nach China aber die silbernen Taels abzuführen.

Die Regierung strebte darnach, eine möglichst gute Klassierung der Anleihen herbeizuführen: sie wirkte dahin, daß auf der Börse der Handel in neuen Anleihen ohne Prämie zu geschehen hat, weil Sorge bestand, daß die hohen Prämien (es sind bis zu 2½ % bezahlt worden) Konzert-Zeichnerei großziehen würden, dies aber das Syndikat zu Rückkäufen zwingen würde; deshalb sind auch die in bar zahlenden Zeichner bevorzugt worden.[2])

Die Erhöhung des Zinsfußes für on call Darlehen in Petersburg brachte die Zeitung im Zusammenhang mit diesem Geschäft: es sollte der Boden für die Emission der russisch-chinesischen Anleihe geebnet werden.[3])

Die Anleihe kam aber nicht am 13. Juni zur Emission. Durch das diplomatische Eingreifen der Mächte, die im fernen Osten vitale Interessen zu haben glaubten und welche sich durch die besondere Bevorzugung Rußlands in der Eisenbahnfrage und in der Okkupation eines Landstriches übervorteilt fühlten, mußte das russisch-chinesische Geschäft eine Verzögerung erfahren. Erst Anfang Juli ist „völliges Einverständnis" zwischen den Regierungen Rußlands, Frankreichs und Deutschlands in der Anleihefrage erzielt worden; die Anleihe war endgültig abgeschlossen.[4])

Durch Ukas vom 23. Juni/5. Juli ist u. A. diese Anleihe mit russischen Staatspapieren gleichgestellt: sie ist als Kaution bei den Verträgen mit dem Staat und bei den Zollzahlungen zugelassen. Man glaubte in dieser Anleihe eine maskierte russische Anleihe zu haben, denn das Gold war bestimmt im Lande zu bleiben und man ist der Meinung gewesen, die russische Regierung hätte bessere Be-

[1]) Frankfurter Zeitung, 28. Juni 1895, Abendblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 17. Juni 1795. Abendblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 24. Juni 1895, Abendblatt.
[4]) Frankfurter Zeitung, 6. Juli 1895, Abendblatt.

dingungen erzielen können, wenn sie in eigener Person gehandelt hätte.[1])

Die Anleihe ist durch die Verpfändung der chinesischen Seezölle sichergestellt; die russische Regierung, als Bürge, hat sich verpflichtet, bei den etwaigen Ausfällen in den Zins- und Amortisationszahlungen die entstehende Lücke auszufüllen.[2]) Die Subskription sollte am 19. Juli stattfinden. Der Subskriptionspreis muß entweder in vier Raten à 125.— Frcs. — erste Rate bei der Subskription, zweite bei der Zuteilung und die restlichen am 10. September und am 25. Oktober — aufgebracht werden oder sofort voll bezahlt werden. Für die Zeichner also, welche nicht sofort in bar zahlten, ist die Anleihe zu pari emittiert. Die Barzahlenden mußten 494 Frcs. aufbringen, was einem Kurs von 98,80 % entsprach, für sie war die Realverzinsung etwas höher: 4,05 %.[3])

Die Emission dieser Anleihe ist durch verschiedene Umstände ein Ereignis geworden und es war begreiflich, daß die Frankfurter Zeitung über die Vorgänge in Paris zu dieser Zeit sich ausführlich informieren ließ.

Die Gegenpartei, die nicht an diesem Geschäfte etwas verdienen konnte, grollte über alles, was damit irgendwie in Zusammenhang gebracht werden konnte. Es erschien z. B. in der „Revue de deux mondes" ein Artikel von Raphael-Georges Levy, Paris, der die Politik des russischen Finanzministeriums aufs schärfste angriff.[4]) Das in Paris mobilisierte Kapital war auf 2 Milliarden geschätzt. Durch die Bemühungen der Emissionshäuser ist durchgesetzt worden, daß die Anleihe von vornherein von 2—3 % Agio erzielte. Kleine Zeichnungen unter 10 Obligationen waren nicht zugelassen. Die bei der Zeichnung verlangten 125 Frcs. mußten in bar bezahlt werden, das Hinterlegen von Titeln war nicht zulässig. Die Anleihe hatte einen enormen Zeichnungserfolg;[5]) in Frankreich war sie 15 mal, in St. Petersburg 5 mal überzeichnet. Die Zuteilungsresultate waren 1½ %, nach späteren Meldungen für Frankreich 4 % bis zu 4½ % und für Rußland 1 %. Die Zeichnungsbedingungen sind darauf abgefaßt worden, daß die Anleihe in den Händen des Syndikats bleiben wird und daß durch das erzielte Agio von 3 % der allmählige

[1]) Frankfurter Zeitung, 2. Juli 1895, Abendblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 2. Juli 1895, Abendblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 12. Juli 1895, Abendblatt.
[4]) Frankfurter Zeitung, 19. Juli 1895, Abendblatt.
[5]) Les Marchés finançiers en 1895—1896, par Arth. Raffalovich, Paris, p. 30.

Gewinn des Syndikats auf 8 % erhöht wird.[1]) Der spekulative Charakter eines solchen Vorgehens war in diesem Falle nicht zu Gunsten des emittierenden Staates. Das Syndikat war unendlich sparsam mit der Erteilung von Unterbeteiligungen; die Anleihe ist eine Bankanleihe geworden und ein ständiges Eingreifen des Syndikats auf der Börse für das Erhalten des Kurses dieser Anleihe war immer an der Tagesordnung. Die Tatsache, daß ein Welthaus diesem Finanzgeschäft grollend gegenüberstand, nötigte das Konsortium, auf dem offenen Markte enorme Rückkäufe vorzunehmen.[2])

Trotzdem die Anleihe nur in Frankreich aufgelegt wurde, gewann auch Deutschland ein Interesse dafür. In dem I. Morgenblatt der Frankfurter Zeitung ist ein Artikel über „Handelsverkehr und Seezölle in China".[3]) Nach einigen Tagen stellte die Zeitung fest, daß die Resultate der Beeinflussung des Marktes nicht ausgeblieben waren; die neuen Chinesen waren auf 101,10 % zurückgegangen. Der größte Teil der chinesischen Anleihen ist schwimmend und ansehnliche Summen befinden sich noch in den ersten Händen.[4]) Am Ende des Jahres sind auch in Deutschland für diese Anleihen offizielle Kupon-Zahlstellen eingerichtet worden: Bankhaus Jakob S. H. Stern, Direktion der Diskonto-Gesellschaft, S. Bleichröder & Co. und Mendelssohn & Co.[5])

Mit diesem Moment aber sind nicht alle bei dem Abschluß dieser Anleihe getroffenen Abmachungen verwirklicht worden. Wie die spätere Entwicklung zeigte, sind auch die Grundlagen einer russisch-französisch-chinesischen Bank und die Finanzierung der Gesellschaft der ost-chinesischen Eisenbahn schon damals in allgemeinen Zügen festgelegt.

Die ersten Gerüchte darüber verbreiteten sich im September 1895: eine Korrespondenz aus Moskau vom 7. September brachte die Nachricht, daß an der Gründung der russisch-chinesischen Bank die ersten St. Petersburger Banken teilnehmen und auch die Pariser Finanzkreise, und daß das Unternehmen sich der besonderen Protektion der russischen offiziellen Kreise erfreut.[6]) Am 1. Oktober ist die Bank für China in Paris perfekt geworden.[7]) Der erste

---

[1]) Frankfurter Zeitung, 19. Juli 1895, Abendblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 19. Juli 1895, Abendblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 25. August 1895, I. Morgenblatt.
[4]) Frankfurter Zeitung, 3. September 1895, I. Morgenblatt.
[5]) Frankfurter Zeitung, 11. Dezember 1895, Abendblatt.
[6]) Frankfurter Zeitung, 11. September 1895, Abendblatt.
[7]) Frankfurter Zeitung, 1. Oktober, Abendblatt.

Status der Bank ist Anfang Juli 1896 in St. Petersburg veröffentlicht worden. Die Rechnungseinheit für die Zentrale war der Goldrubel und für die Filiale in Shanghai ein Lan zu $95^3/_4$ Goldrubel; vom Grundkapital von 6 Mill. Goldrubel waren nur $1^1/_2$ Mill. Goldrubel einbezahlt, wovon 1 Mill. Lan sich in Shanghai befanden.[1])

Zu dieser Zeit, am 12. September mit Abnahme bis 1. Oktober, kontrahierte China eine neue 5 % Anleihe in Gold, ebenfalls zu £ 16 Mill. durch deutsche und englische Firmen und zwar zu 99 %, was bei dem Kurs von £ 1 = Mk. 20,40 eine Parität von £ 1 = Mk. 20,196 bedeutet. Das war eine Besserung des chinesischen Staatskredits, die durch die russisch-chinesische Anleihe bewirkt war.[2])

Am Ende des Jahres 1896 war der Status der Gesellschaft der chinesischen Ostbahn publiziert worden. Das Grundkapital ist 5 Mill. Rbl. Von den Bestimmungen des Status war besonders von Bedeutung, daß nur die russischen und chinesischen Untertanen Aktionäre der Gesellschaft werden können. Das Baukapital sollte durch die Ausgabe von Obligationen, die auf den französischen und deutschen Markt gehen sollten, beschafft werden. Als Haupt des Konsortiums war Bankier Hoskier, Paris, genannt worden.[3]) Es ist mit sehr großer Wahrscheinlichkeit anzunehmen, daß die Verhandlungen, die Rothstein Ende September 1905 in Anwesenheit des damaligen Finanzministers v. Witte in Berlin und Paris gepflo[illegible]n hat, auf dieses Geschäft sich bezogen. Damals sprachen sie über ein neues Unternehmen auf dem Gebiete der Elektrizität. Am nächsten Tage erfuhr die Zeitung von dieser beratenden Sitzung der Berliner Diskonto-Gesellschaft, an der auch Rothstein teilnahm, daß die neuen russischen Geschäfte in der Gründung der Gesellschaft der ostchinesischen Eisenbahn bestehen sollten.[4])

In diesem Falle sind die Umstände derart gewesen, daß wir sehr viel über den Hergang des Geschäftes erfahren konnten. In anderen Fällen, wo es sich um die rein russischen Geschäfte handelte, ist das nicht immer der Fall gewesen; der Vorgang bleibt im allgemeinen Zügen derselbe. „Es sind das im wesentlichen die Banken und die Bankhäuser, welche die Umwandlung der russischen Anleihen und andere grosse russische Finanzgeschäfte durchgeführt haben.“ [5])

[1]) Frankfurter Zeitung, 12. Juli 1896, II. Morgenblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 12. September 1896, I. Morgenblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 27. Dezember 1896, Abendblatt.
[4]) Frankfurter Zeitung, 25. September 1895, Abendblatt.
[5]) Frankfurter Zeitung, 11. Juli 1895, Abendblatt.

Und das sind die größten Banken Frankreichs mit ihrer sehr großen Erfahrung und einer vorzüglichen Organisation. Ein altes Beispiel dieser Organisation und der sehr ausgedehnten internationalen finanziellen Verbindungen Frankreichs bietet die Leistung der Zahlungen der Kriegsentschädigung an Deutschland nach dem Kriege von 1870—71. Ein Riesenbetrag von 5,3 Milliarden Frcs. ist mit Leichtigkeit aufgebracht worden.[1])

Ein ausgedehntes Netz von Filialen dieser Institute mit ständiger Klientel, die sich der finanziellen Organisation nicht nur dieser Bankfilialen bedienten, sondern auch in verschiedenen wirtschaftlichen Fragen besonders hinsichtlich der Erwerbung der Anlagewerte sich beraten ließen, ist für die russischen Emissionen von Bedeutung.

Die Eigentümlichkeit des französischen Marktes tritt am deutlichsten hervor bei der Betrachtung dessen, wie die große französische Kriegsanleihe des Jahres 1872 untergebracht wurde. Die Technik der Emission dieser Anleihe ist für andere Länder, besonders für Rußland, vorbildlich geworden.

Die Eigentümlichkeit des französischen Marktes.

Die Anleihe ist im Betrage von 4014526200 Frcs. emittiert worden. Die Verzinsung ist zu 5 % vom Hundert festgesetzt; das bedeutete eine Last von 207026310 Mill. Frcs. für den Fiskus, die er an Zinsen jährlich zu bezahlen hatte. Bei dem Emissionspreis von 84,50 Frcs. für 100 Frcs. nom. bekam der Fiskus 2498744639 Frcs.

---

[1]) In dem Berichte an die Budgetkommission der französischen Kammer im Jahre 1875 gab Leon Say eine Rechnung, die bis zur Zeit für die Erkenntnis des Wesens des internationalen Verkehrs Frankreichs von großem Interesse ist. Den Gesamtbetrag von 5315058853 Frcs. bildeten 5000000000 Frcs. der Kriegsentschädigung, 301145078 Frcs. der Zinsen, 14613774,85 Frcs. der Provision.

Diese Summe ist bezahlt worden:

325	Mill.	Frcs.	in natura durch Abtreten der Eisenbahn (chemin de
125	„	„	in Billets der Bank von Frankreich, fer de l'Est).
273	„	„	in französischem Gold,
239,25	„	„	in französischem Silber,
105	„	„	in Billets der deutschen Reichsbank,
2485 1/3	„	„	in Tratten auf Taler lautend,
235 1/8	„	„	in Florins von Frankfurt,
265 1/4	„	„	in Mark der Bank von Hamburg,
79	„	„	in Reichsmark,
250 1/2	„	„	in Florins von Holland,
295 1/2	„	„	in Francs von Belgien,
635	„	„	in Pf. Strlg.
5315	Mill.	Frcs,	

Nach P. Leroy-Beaulieu, Traité de la science de finances, septiem édition, Paris 1906, p. 253.

Von 84,50 Frcs. des Emissionspreises sind bei der Zeichnung 14,50 Frcs. zu bezahlen gewesen als Garantie und der Rest in 20 Monatsraten zu 3,50 Frcs. Dadurch sind die kleinen Rentner imstande gewesen, an der Zeichnung teilzunehmen und die bekamen eine Anspornung zu erhöhter Sparsamkeit. Die Zahl der Subskribenten belief sich auf 934276 Personen, darunter 107612 ausländische.

Vergleichen wir die Beträge von inländischen und ausländischen Zeichnungen miteinander, da ergibt sich, das bei der geringen Anzahl der ausländischen im Auslande 26050195054 Frcs. gezeichnet worden sind und im Inlande bei einer überwiegend großen Anzahl von Subskribenten nur 17765901496 Frcs. gezeichnet worden sind, davon in Paris 13252 Mill. Frcs. und in der Provinz 4513 Mill. Frcs.[1])

In Frankreich sind es hauptsächlich die Kleinkapitalisten, die an der Erwerbung der Staatsfonds ein Interesse haben.

Diese Tatsache bildet die Grundlage der Emissionspolitik der französischen Bank-Institute.

Alles ist darauf berechnet, um die Rentiers für sich zu gewinnen. Die kleinsten der französischen Kapitalisten — die Spargäste der französischen Sparkassen — verdienen auch in ihrer Gesamtheit hinsichtlich einer Emission der Staatswerte alle Beachtung. Im Jahre 1890 hatten sie schon über 3 Milliarden Spareinlagen, im Jahre 1904 hat die Zunahme der Spareinlagen eine Milliarde überschritten.[2])

Die anderen Schichten von Kapitalisten haben ständig gegen $1^1/_2$ Milliarden Frcs. frei verfügbar.[3]) Wenn wir die internationalen Werte hinzurechnen würden, die meistens nur eine vorübergehende Anlage des frei gewordenen Kapitals sind und vor der Ankündigung

---

[1]) Nach P. Leroy-Beaulieu „Traité de la science des finances", septiem édition, Paris 1906, p. 229 ff.

[2]) Der Bestand der Spareinlagen der französichen Sparkassen am 1. Januar Mill. Frcs.:

1890	1895	1900	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910
3,325	4,148	4,374	4,305	4,335		4,773				

Nach Neymarck, Le développement annuel de l'épragne française. Paris 1906, p. 11 und L'épargne française. Paris 1908.

[3]) Alfred Neymarck gab in der Jahresrevue 1903 für Ende Oktober auf Grund des Status der wichtigsten Banken Frankreichs: Crédit Foncier, Crédit Lyonnais, Société Général, Comptoir National d'Escompte, Credit Industriel, folgende Daten über die Höhe der Deposita aller Art an (sommes deposees en comptes courrants, dépots à vue, bons à échéance): le disponibilite de l'épargne:

1901	1469	Mill. Frcs.
1902	1545	„ „
1903	1595	„ „

Alfred Neymarck: 1903 l'année . . ., p. 14.

iner größeren Emission meistens abgestossen zu werden pflegen, o ergibt sich die Bedeutung Frankreichs als des Geldspeichers, in welchem alle Länder der Erde, England nicht ausgenommen, nötigenalls die Betriebsmittel für sich schöpfen. Die politischen Gegensätze ind nicht im Stande, das zu verhindern. Selbst in Deutschland auchte in den letzten Jahren nicht selten der Gedanke der Einführung der Staatswerte an der Pariser Börse auf. Nach Schätzungen von Neymarck wird der Wert der Gesamtheit der Wertpapiere aller Art in der ganzen Welt zu 730 Milliarden Frcs. angenommen; Frankreich nimmt mit 100 Milliarden die dritte Stelle auf der Liste der Länder, die diese 730 Milliarden Frcs. der Wertpapiere besitzen, ein.[1]) Einen festen Stützpunkt für die Beurteilung der Bedeutung Frankreichs liefern uns die Angaben über die französische Besteuerung der ausländischen Wertpapiere. Nach den Bestimmungen les Gesetzes sind nur die Papiere steuerpflichtig, die im Verkehr sind, nicht aber die, die bei den Banken deponiert sind. Diese Besteuerung lieferte dem Fikus gegen 17—18 Mill. Frcs. jährlich; die Höhe der versteuerten Beträge war jährlich gegen $30^1/_2$ Millarden Frcs.[2])

Die Bewegung d. Diskontsätze und die Lage des Kapitalmarktes.

Diesem Reichtum Frankreichs an Kapital entsprechen die niedrigen Diskontsätze sowohl im Bank- wie Privatverkehr. Außerdem sind nur die Diskontsätze des Londoner Marktes niedriger; dieser Markt hat aber für die Emissionen der Staatswerte weniger Bedeutung infolge der Abneigung des englischen Publikums gegen Staatsfonds.

---

[1]) Die Staats- und Kommunalanleihen, die Aktien und Obligationen, die Geschäftsanteile mit fester Verzinsung bildeten im Jahre 1907 einen Gesamtbetrag von 730 Milliarden Frcs. Neymarck nimmt an, daß dieser Betrag folgendermaßen zwischen den einzelnen Ländern verteilt ist:

England	von	115—130	Milliarden Frcs.
Vereinigt. Staat. v. A.	„	110—115	„ „
Frankreich	„	95—100	„ „
Deutschland	„	60— 75	„ „
Rußland	„	20— 25	„ „
Österreich-Ungarn	„	20— 22	„ „
Italien	„	10— 12	„ „
Japan		5	„ „

Haristoy, le marché financier français, Paris 1909.

[2]) Die Erträgnisse der französischen Stempelsteuer auf die ausländischen Wertpapiere und die Beträge der versteuerten Wertpapiere sind:

	Steuerertrag	Versteuerter Betrag
1890	17,0 Mill. Frcs.	30 2 Milliard. Frcs.
1895	17,0 „ „	28,0 „ „
1900	18,3 „ „	30,5 „ „
1904	19,3 „ „	32,2 „ „

Alfred Neymarck. Le Développement de l'épargne française, p. 24.

Die Pariser Diskontsätze bewegten sich im Laufe unsere Zeit in den Grenzen von 1,62 % im Jahre 1894 durchschnittlic bis zu 3,40 % im Jahre 1907 für den Privatverkehr. Der Jahres durchschnitt für den Bankverkehr war im Jahre 1896 und 1897 2 % und der höchste Jahresdurchschnitts-Satz im Jahre 1907 3,64 %[1]

Unter den verschiedenen Ursachen dieser Geldfülle zu Anfan unserer Epoche ist vor allem die stark gestiegene Goldproduktio zu nennen. In der Zeit von 1851—1860 war die mittlere Größ der Goldproduktion jährlich gegen 700 Mill. Frcs.; in der Zei von 1881—1884 ist die Goldproduktion bis zu 520 Mill. Frcs. pr Jahr herabgesunken; im Jahre 1895 stieg aber die Menge de produzierten Goldes über eine Milliarde Frcs. Die mittlere Jahres menge für die Periode 1891—1895 bildete 817 Mill. Frcs.; für di Zeit von 1896—1900 diese Zahl stieg bis zu 1 334 Mill. Frcs.[2] Und nicht nur die Menge des Goldes ist es, die an und für sic die Gestaltung der Geldmärkte so stark beeinflußte, sondern da Verhältnis dieser Menge zu den Bedürfnissen des Verkehrs.[3] E

[1]) Der Diskontsatz bewegte sich in Paris im Laufe der Zeit folgendermaße (Die Zahlen sind die Jahresdurchschnittszahl).

	1892	1893	1894	1895	1896	1897	1898	1899	190
Diskont der Bank von Frankreich . . .	2,70	2,50	2,50	2,10	2,00	2,00	2,20	3,06	3,2
Privatdiskont . .	1,75	2,25	1,62	1,91	1,83	1,96	2,12	2,96	3,1

	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	191
Diskont der Bank von Frankreich	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,64	3,04	3,00	3,0
Privatdiskont	2,48	2,43	2,78	2,19	2,10	2,72	3,40	2,25	1,79	3,0

Nach Esslen, Die Konjunktur und der Geldmarkt, T. 46, Rießer, Die deutsche Großbanken, 3. Auflg., Seite 137.

[2]) Economist Française 1895, II. p. 270 und 1902, I. p. 718.

[3]) Nach Schätzungen George E. Roberts, des Direktors der Bundesmünz der Vereinigten Staaten von Amerika, die wir dem Kabeltelegramm der Frankfurte Zeitung entnahmen, hat sich die Goldproduktion der Welt folgendermaßen en wickelt:

1890	113 149 620	1900	255 634 500
1891	130 651 000	1901	263 374 700
1892	146 815 000	1902	296 737 600
1893	157 494 800	1903	327 702 700
1894	181 175 600	1904	347 087 300
1895	198 763 600	1905	380 288 700
1896	202,251 600	1906	402 503 000
1897	236 074 600	1907	412 966 600
1898	286 879 700	1908	442 476 900
1899	306 724 100	1909	454 145 700
		1910	454 703 900
insgesamt	1 959 977 820	insgesamt	4 047 621 600

Diese Teilung in zwei Perioden: von 1890—1899 und von 1900—191 nahm er vor, da die Verminderung der Goldproduktion, die durch den Burenkrie herbeigeführt war, den Anfang einer anderen Periode mit viel intensiverer Entwic lung eingeleitet hatte.

wird z. B. behauptet, daß die Entnahme von 400 Mill. Frcs. dem französischen Geldmarkte infolge der Aufnahme der russisch-chinesischen Anleihe — das Gold floß nach Rußland, das an China diesen Betrag in Silber abzuführen beabsichtigte — den Ausgangspunkt der Krise am Ende des Jahres 1895 gebildet hatte.[1])

Nach dem Jahre 1899 ist das Verhältnis zwischen dem Bedarf des Marktes und der Menge des im Verkehr übergehenden Goldes ganz anders; das Bedürfnis des Verkehrs an Geld ist infolge der allerorts vollzogenen Entwicklung des Erwerbslebens so stark, daß, obschon die Menge des in diesem Jahre dem Verkehre übergebenen Goldes über 1,5 Milliarden Frcs. war, und trotz der Anwendung der modernen geldsparenden Zahlungsmethoden eine ständige Teuerung des Geldes nicht ausbleiben konnte. Und wenn zu Anfang unserer Zeit, im Jahre 1894, der Kredit ersten Ranges zu $2^1/_2$ % gewährt wurde, und wenn die Werte zweiter Ordnung eine Kapitalisation aus $3^1/_2$—4% genossen haben,[2]) ist eine solche für spätere Zeit auch für die erstklassigen Werte nicht möglich gewesen. Die 3 % deutsche Reichsanleihe brachte ultimo 1900 eine Realverzinsung von 3,45 % — und dieses Papier kann wohl als ein erstklassiges angesehen werden.

Über die Verwendung resp. den Verbleib des von 1890—1899 gewonnenen Quantums gibt er folgende Aufstellung:

Verbrauch in den Gewerben Doll. 570 Mill., Banken und Schatzamt in den Ver. Staaten Doll. 260 Mill., europäische Banken Doll. 687 Mill., Banken in Kanada, Australien und Südafrika Doll. 60 Mill., Ägypten und Asien Doll. 195 Mill. andere Banken und Privatkassen Doll. 188 Mill. Summa Doll. 1960 Mill.

Das in der zweiten Periode 1900—1910 gewonnene Gold ist in folgende Kanäle geflossen:

Verbrauch in den Gewerben Doll. 988 Mill., Indien Doll. 433 Mill., Ägypten Doll. 146 Mill., Bank von Japan Doll. 69 Mill., Argentinien und Brasilien für Konversionen Doll. 343 Mill, Bank von Mexiko Doll. 28,50 Mill., Banken und Schatzamt in den Vereinigten Staaten Doll. 726,80 Mill., Banken und Schatzamt in Kanada Doll. 85,70 Mill., Banken von Australien und Süd-Afrika Doll. 95,60 Mill., europäische Notenbanken Doll. 863,20 Mill., andere Banken, Privatkassen u.s.w. Doll. 288,20 Mill., zusammen Doll. 4037 Mill.

Und die allgemeine Teuerung führt Herrn Roberts zu der Aufspeicherung der großen Mengen Goldes in den Gewölben der Emissionsbanken der Länder, die die Goldwährung eingeführt hatten. Die Valutaregulierung in Rußland und Österreich im ersten Teile der Berichtperiode beansprucht große Goldbeträge, die man mit dem gleichzeitig auftretenden Goldbedarf Frankreichs auf Doll. 583 Mill. schätzt. Von 1900 - 1910 nahmen die Staatsbanken Rußlands, Österreichs, Italiens, Frankreichs und der Balkanländer Doll. 729 Mill., während auf Deutschland und Großbritannien nur Doll. 133 Mill. entfielen. Die Bank von Frankreich erhöhte während dieser Zeit ihren Goldbestand um Doll. 271 Mill. Bei weitem der bedeutendste Faktor im Goldverkehr sind die Vereinigten Staaten, die seit 21 Jahren ihren Bestand an diesem Metall um Doll. 702 Mill. erhöht haben.

Frankfurter Zeitung, 6. Mai 1912, I. Morgenblatt.

[1]) Frankfurter Zeitung, 3. Dezember 1895, Abendblatt.

[2]) Alfred Neymarck: Les finances contemporenes 1894, p. 339.

Die Werte dritten Ranges hatten eine Realverzinsung von 6 bis z 7 % (die Serben 6,77, die spanischen Exterieurs 5,88 %).[1] Fü Rußland ist der Satz von 4 % als Kapitalisationszinsfuß in Anwendun gewesen. Ende des Jahres 1903 hat der Kapitalisationszinsfuß sein Aufwärtsbewegung nicht abgeschlossen.

Die Befürchtungen des allgemeinen Krieges auf dem Kontinen der aus dem russisch-japanischen sich heraus zu entwickeln drohte hatte für eine recht kurze Zeit den Kredit über 1 % verteuer Darauf folgte eine Hausse aller Kriegswerte: die Staatsfonds sin verkauft worden und das Geld floß der Industrie und den Kredit instituten zu. Mitte Februar des Jahres 1904 hatten die Bankaktie auf der Pariser Börse eine Steigerung im Werte von mehrere Prozenten zu verzeichnen. Banque de France hat 60 Frc gewonnen, Banque de Paris et des Pays-Bas 31 Frcs., Comptoi National d'Escompte 27, Crédit Lyonnais 13 Frcs., Crédi Industriel 13 und Société Général 9 Frcs.[2] Auf den deutsche Börsen sind ähnliche Vorgänge zu beobachten gewesen. An de Berliner Börse sind die deutschen Staatsfonds abgegeben worde und Bergwerksaktien, Aktien der Transportgesellschaften un Bankwerte gekauft worden.[3] Die Überanstrengung des Parise Marktes, die sich in den Jahren 1905 und 1906 zeigte, bereitet ohne Zweifel die wirtschaftliche Krise des Jahres 1907 in Frankreic vor. Nach der Einführung von 2,3 Milliarden Frcs. im Jahre 190 an der Pariser Börse, nach den Einführungen der Jahre 1902—1904 die insgesamt 4,4 Milliarden Frcs. bildeten, kamen die Jahre 190 und 1906 mit 6,5 Milliarden Frcs.[4] Zu dieser Zeit stellte sich ein in Frankreich fast unerhörte Geldknappheit ein: von 2,72 % in Jahre 1906 stieg der Privatdiskont bis 3,40 % im Jahre 1907. I London und Berlin stand der Privatdiskont schon im Jahre 190

---

[1]) Arth. Raffalovich: Les oscilations des valeurs à revenu fix depuis 1886 Econ. Française 1907, I, p. 67.

[2]) Alfred Neymarck: „1904, l'année de guerre. . ." p. 7.

[3]) Frankfurter Zeitung 1904, 9. Februar.

[4]) Die Einführungen an der Pariser Börse (und die Zulassungen zu de Kotierung):

	Mill. Frcs. nom.	Mill. Frcs. nach ersten kot. Kurs.		Mill. Frcs. nom.	Mill. Frcs. nach ersten kot. Kurs.
1900	2 232,9	2 188,0	1906	3 828 8	3 964,0
1901	2 307,4	2 550,0	1907	1 771,0	1 910,0
1902	1 384,3	1 324,1	1908	2 044,0	2 086,0
1903	1 405,2	1 324,1	1909	3 368,0	3 444,0
1904	1 655,5	1 652,7	1910		
1905	2 627,6	2 665,5			

Nach Les Marchés financiers par Arth. Raffalovich. Paris.

1 4,04% bis 4,05% und erreichte im Jahre 1907 4,53% in ondon und 5,12% in Berlin — alles im Durchschnitt des Jahres. n dieser Zeit mußte Rußland seine Kriegsschulden konsolidieren; war von vornherein zu erwarten, daß die Bedingungen der missionshäuser ziemlich schwer sein werden.

Die Emssionstätigkeit des Pariser Platzes erfuhr einen wesentlichen ückgang: nach „L'économiste europeen" war sie gegen 3 Milliarden rcs. gewesen im Jahre 1907; in den Jahren 1906 bildete die Menge er emittierten Papiere 5 Milliarden Frcs., 1905 dagegen 4 Milliarden rcs., 1903 und 1904 über 3 Milliarden Frcs.; von 2,6 Milliarden rcs. im Jahre 1901 ist die Menge der Emissionen bis zu 1,7 Milliarden rcs. im Jahre 1902 herabgesunken [1]) Die Emission der französischen ffentlichen Anleihe nimmt einen verschwindend kleinen Teil daran: e Menge der jährlich emittierten und eingeführten öffentlichen usländischen Anleihen nimmt — das Jahr 1906 ausgenommen — ändig ab; von der Gesamtheit von 1 837,3 Mill. Frcs. der Anihen des Jahres 1901 und 1 137,6 des Jahres 1908 bildeten ffentliche Anleihen: die ausländischen 1 565,5 und 1 040,3 Mill. Frcs. nd die inländischen 271,8 und 97,3 Mill. Frcs. Dem gegenüber erden die Aktien in immer zunehmender Menge auf den Markt bracht; bis zum Jahre 1904 sind die Jahresemissionen im Fallen, on 602,8 ist der Betrag bis zu 499,7 herabgesunken. Im Jahre 1904 reichte der Betrag der emittierten Aktien die Höhe von 1 361,7 Mill. rcs., in dem folgenden Jahre stieg er bis zu 1 907,2 Mill. Frcs. d im Jahre 1907 erreichte er den tiefsten Punkt des Jahrfünfts n 938,3 Mill. Frcs.

Das Interesse des französischen Publikums lag nicht auf dem arkte der Staatswerte, sondern auf dem Gebiete der Industriewerte. ese Umwandlung in den Anschauungen der alten Gläubiger des ssischen Staates war nicht zu Gunsten Rußlands in der letzten it. Solange das Ministerium unter der Führung v. Witte die Eisen-

[1]) Emissionen in Frankreich nach „L'économiste europeen".

	Anleihen der Staaten und Städte:		Aktien	Obligationen	Zusammen
	Insgesamt	Französ.			
1901	1 837,3	271,8	602,8	252,5	2 692,2
1902	925,3	156,8	594,7	187,0	1 717,0
1903	1 717,8	92,4	499,7	916,8	3 134,3
1904	1 762,6	66,3	1 361,7	201,8	3 326,1
1905	1 305,3	228,6	1 907,2	674,3	3 886,8
1906	2 396,9	21,6	1 617,1	1 062,5	5 076,5
1907	1 039,8	59,3	983,3	823,9	2 847,0
1908	1 137,6	97,3	1 083,1	1 260,2	3 480,9

bahnaktien und die mannigfachen Schuldverschreibungen des russischen Staates durch die modernen Typen der Wertpapiere zu ersetzen bestrebt war, trugen die Gläubiger kein Bedenken. Die Marktlage gestattete die Herabsetzung des Zinsfußes; eine Minderung des Einkommens ist durch die Kurssteigerung der Werte reichlich aufgehoben worden. Nun kamen die schlimmen Zeiten des Krieges und der Revolution. Obschon der russische Staatskredit nicht allzu bedrohlichen Schwankungen unterworfen war, ist die russische Regierung durch die ständigen Ankäufe auf der Pariser Börse nicht im Stande gewesen, alles Material, was auf den Markt floß, aufzunehmen; das Sinken des Kurses der russischen Werte war nicht abzuwehren. Die Millionen, die die russische Regierung als „freien Barbestand" der Staatsrentei am 1. Januar 1904 besaß, reichten für die Kriegsführung nicht lange Zeit. Sie stammten vor allem von den Staatsanleihen des Jahres 1901 und 1902. In den ersten Monaten des Jahres 1904 konnte Rußland die nötigen Mittel für den Krieg leicht beschaffen, da die französischen Plätze noch Vertrauen zu Rußland hatten. [1])

Der Kurs des typischen russischen Papieres — der 4 % Goldanleihe — gab nach Ausbruch des Krieges nur ein halbes Prozent nach: von 98,00 % ultimo Dezember 1903 ist er ultimo Januar auf 97,50 % zurückgegangen. Die Japaner, auch die 4 % büßten 2,55 %; von 77,00 sanken sie bis zu 74,55 %. Eine Abschwächung der englischen Konsols von 6/16 % zeigte, daß auch England, als mit Japan alliiertes Land, in Mitleidenschaft gezogen war. [2]) Diese geringe Abschwächung des russischen Kredits war nicht zu vergleichen mit der, welche die früheren Verwicklungen für Rußland herbeigeführt hatten.

Als aber der Krieg Rußlands Geldvorräte aufgezehrt hatte und die Regierung zu der verstärkten Emission der Kreditbillets überging, griff statt dem alten Vertrauen ein starkes Mißtrauen Platz. Die politischen Erwägungen — die Schwäche des Bundesgenossen — spielten

---

[1]) Les marchés financiers en 1904—05, par Arth. Raffalovich. Paris, p. 5.

[2]) „Rentier", Paris, entnehmen wir der Frankfurter Zeitung folgende Daten über die Kursschwankungen der russischen Werte durch Krieg. Im Jahre

1854	5 %	von	102,5	auf	70 %	zurückgegangen	
1870	5 „	„	89,0	„	78 „	„	
1877	5 „	„	104	„	71 3/8 %	„	
1886/7	4 „	„	88,4	„	76,50 „	„	
1896	3 „	„	95	„	87,75 „	„	
1896	3 „	„	93,40	„	99,70 „	„	
1897	3 1/2 %	„	103,40	„	97,0 „	„	

Frankfurter Zeitung, 24. Februar 1904, Abendblatt.

bei den vorhandenen Befürchtungen des allgemeinen Krieges eine große Rolle und sind auch vollständig begreiflich.[1]) Unter diesen Umständen mußte Rußland in Deutschland und Frankreich den kurzfristigen Kredit suchen und bekam ihn zu Bedingungen, die schwere und dauernde Schädigungen für den Inhaber der früher emittierten Werte mit sich brachten. Der richtige Zeitpunkt für die Emission einer größeren Kriegsanleihe ist versäumt worden und die Liquidationsanleihen waren nur zu beispiellos schweren Bedingungen möglich.

Das ist eben die Kehrseite dessen, daß die Staatspapiere eines Landes im festen Besitze der Bevölkerung eines einzigen Landes sich befinden; sie verschwinden vom Markt und im Falle der Panik treten auf der Börse nur die Verkäufer auf. Als Käufer muß aber die Regierung des Landes auftreten, um, soweit die Mittel reichen, die Interventionskäufe selbst vorzunehmen.

Der Status der Staatsbank zeigt uns ein Spiegelbild solchen Eingreifens für das russische Reich.[2])

Die Zeit der Emissionen, sowie die Emissionsbedingungen werden immer nach der Lage des Marktes bestimmt. In Ländern, die kapitalreich sind, tritt die größte Geldflüßigkeit im Laufe des ersten Quartals ein. Der Geldbedarf ist regelmäßig am niedrigsten in den zwei ersten Monaten des Jahres. Den größten Geldbedarf kann man am Ende des letzten Quartals beobachten.[3]) Und als einmal die Subskription auf $3^1/_2$ % Goldanleihe im Jahre 1894 am 12. Dezember geschehen sollte, verstand die russische Regierung, nach allgemeiner Ansicht durch den Bankdirektor Rothstein beraten, die Abnahme der Stücke auf 2. Jan. 1895 zu verlegen und eine Vergütung von $1^1/_2$ % pro Jahr für die Zeit vom 2. Jan. bis zum Tage der Abnahme, spätestens aber am 15. März, festzusetzen.

Die Zeit der Emission und die Emissionsbedingungen.

---

[1]) Frankfurter Zeitung, 2. Januar 1904, Abendblatt.

[2]) Der Bilanzsaldo für 31. Dez. des Effektenkontos (die Effekten, die die Eigentum der Staatsbank sind) weist folgende Daten auf:

	1906	1907	1908	1909	1910	
	8 276	97 946	100 948	70 746	84 813	Tausenden Rbl.
die Abschreibungen von diesem Konto:	229	2 662	1 012	13	2 973	Tausenden Rbl.

Sagen uns die Schwankungen des Kurswertes des Portefeuilles.

Jahresbericht der Staatsbank für das Jahr 1910.

Siehe auch Anhang: „Effektenbesitz der Staatsrente“ und „Umsätze der ausländischen Abteilung der Besonderen Kanzlei für Kreditangelegenheiten“.

[3]) Esslen, Konjunktur und Geldmarkt 1902–1908. Stuttgart 1909. S. 106.

Die Zeit der Subskription ist so ungewöhnlich gewesen, daß die Frankfurter Zeitung schrieb: „Es ist ganz ungewöhnlich, daß die Subskription einer so großen Anleihe von 400 Mill. Frcs zu 95 %[1] auf den Dezember angesetzt wird, da die Geldverhältnisse kurz vor dem Jahreswechsel in der Regel derartige Anforderungen an den Kapitalmarkt nicht begünstigen. Diesmal wird der Emission die überall auf dem internationalen Markte herrschende Geldabundanz zu statten kommen, welche Herr v. Witte noch kürzlich durch seine Goldsendungen recht geschickt zu steigern wußte.[2])

Für diese Anleihe war eine Kommission von $2^1/_2$ % bezahlt worden, französische Stempel zu 0,15 % einbegriffen; die englischen und deutschen Stempel (0,35 %) trug die russische Regierung.[3]

Dieser $3^1/_2$ % Anleihe, die als Eisenbahnanleihe anders beurteilt wurde, folgte eine andere 3 % Goldanleihe die am 28. Juli 1896 aufgelegt wurde mit der Abnahme in Berlin vor dem 6. Aug. ohne jegliche Vergütung der zugeteilten Stücke und nach dem 6. Aug. mit Vergütung der Zinsen in der Höhe von $1^1/_2$ % pro Jahr und zwar: ein Fünftel am 10. Aug., zwei Fünftel am 10. Sept. und zwei Fünftel am 12. Oktober. Der Zeitpunkt der Emission schien so gut gewählt zu sein, daß die Interessenten es nicht für nötig gehalten hatten bei einer so großen Anleihe (400 Mill Frcs. zu 92,30 %) den Markt durch übliches Eingreifen zu beleben. Dadurch gab die Stimmung der Börse nach.[4]) Ähnliche Vorgänge spielten sich in Paris ab. Am Anfang der Börse des 25. Juli 1896 ist für die festen Stücke eine Prämie von 1,50 Frcs. gezahlt worden, auf die Zeichnungsresultate 1 Frcs.; dann ging die Prämie auf 45 Cts. für die festen und auf 20 Cts. für die Zeichnungsresultate herunter; zum Schluß auf 65 und 25 Cts.[5]) Trotzdem dem französischen Markte die üblichen Zahlungsbedingungen eingeräumt wurden, hatte die Zahlung nach dem Muster der französischen Anleihe zu geschehen und zwar 5 % bei der Zeichnung, 25 % bei der Zuteilung, 32,30 % am 10. Oktober 1896 und 30 % am 20. Januar 1897, und dies trotzdem die Anleihe unter der Ägide des Hauses M. M. de Rothschild frères auf dem Markte erschien.[6]) Die Sache gewinnt noch mehr Interesse, wenn wir beachten, daß zu dieser Zeit „La Banque d

---

[1]) Der Ertrag der Anleihe war 3,66 %.
[2]) Frankfurter Zeitung, 1. Dezember 1894, Abendblatt.
[3]) Les Marchés financier en 1908—09 par Arth. Raffalovich. Paris Seite 45
[4]) Frankfurter Zeitung 25. Juli 1896, Abendblatt.
[5]) Frankfurter Zeitung 27. Juli 1896, Abendblatt.
[6]) Economiste français, 1896. I. p. 135.

Paris et des Pays-Bas“ eine Subvention von 5 Mill. Rubel von der russischen Regierung bekommen hat.[1]) Bei der Eisenbahnanleihe nimmt das Publikum eine ganz andere Haltung an. Die konsolidierte 4 %ige Eisenbahnrente des Jahres 1901, emittiert mit Hilfe des Hauses M. M. de Rothschild frères, war sofort in die besten Portefeuilles klassiert und erzielte bei einem Emissionspreis von 98 %, eine Prämie von 2 %.[2]) Wie sich herausgestellt hatte, ist in diesem Falle die Verzinsung — Nominalzinsfuß 3 % — nicht der Lage des Anlagekapitalmarktes bei dem gewählten Emissionspreis von 92,3 % entsprechend gewesen, da die Realverzinsung nur $3^1/_4$ % ausmachte.[3]) Am 1. August gingen diese Papiere in Paris unter dem Emissionspreis[4]), was auf das Fehlen der Kontremine wohl zurückzuführen sei. Dazu schrieb die Frankfurter Zeitung: „Dabei muß aber anerkannt werden, daß das Übernahme-Konsortium von jeder künstlichen Beinflussung des Marktes abgesehen und denselben völlig natürlicher Entwicklung überlassen hat“.[5])

Hier erwähne ich, daß die 3 % Goldanleihe des Jahres 1891 ihren Mißerfolg im wesentlichen auch der Tatsache zu verdanken hat, daß der Zeitpunkt der Emission auf die Mitte des letzten Quartals festgesetzt wurde. (Freilich spielten auch die ökonomischen und politischen Zustände eine gewisse Rolle.) Sie aufgelegt worden am 15. Oktober 1891 in Paris zu $79^3/_4$ %. Die Anleihe mußte nach der Emission für die Rechnung der russischen Regierung zurückgekauft werden; vom ursprünglichen Betrage von 500 Mill. Frcs. mußten 200 Mill. Frcs., die auf den Markt drückten, diesem durch Rückkauf entzogen werden. Und dieselben Titel sind im Januar 1893 zur Begebung gekommen und fanden schlanken Absatz. Die russische Regierung sondierte die Geneigtheit des Marktes, größter Transaktionen auf dieser Basis durchführen zu lassen, fand aber keinen ausreichenden Anklang. Der Markt war geneigt, die russischen Werte zu 4 % zu kapitalisieren. An und für sich war dieser Typus für den russischen Fiskus unvorteilhaft, die Realverzinsung war 4,14 % für den Rest der Anleihe des Jahres 1891 und für $3^1/_2$ % von 1894 — 4,044 %.[6]) Es kam noch die Verpflichtung

[1]) P. Leroy-Beaulieu: La reprise des paiement en or en Russie, Econ. franç. 13. Oktober 1896.

[2]) A Neymarck. IV.me Rapport présenté au nom du Comité des finançes élu par L'institut International de Statistik, Rome 1903, p. 53.

[3]) A. Neymarck. Les cours et la Capitalisation des Fonds d Etat, p. 28.

[4]) Frankfurter Zeitung, 3. August 1896, Abendblatt.

[5]) Frankfurter Zeitung, 1. August 1896, Abendblatt.

[6]) C. Migulin, Der russische Staatskredit, Seite 1144.

der Zins- und Amortisationszahlungen in Gold dazu — was für ein Land, das die Valutaregulierung angebahnt hat — nicht besonders angenehm war.

Die Emission d. 4% Staatsrente in Rubel = 1/15 Imperial.

Rußland suchte den Typus der Staatsschuldverschreibungen, welcher für die zukünftigen Zustände des Landes, mit schon durchgeführter Goldwährung am besten paßte, und Rußland fand diesen Typus in Gestalt der russischen Rente. Es war die Zeit der Durchführung der Umwandlung eines Teils der russischen Schuld in Rentenschuld, die bis zu dem Augenblick Tilgungsschulden waren, sehr gut gewählt. Die allgemeine außerordentliche Geldflüssigkeit und was besonders wichtig, außerordentlich niedriger Diskont, sowohl im Bank- wie im Privatverkehr, in der Zeit von 1893—1894—1895, die das Verlangen der Rückzahlungen bei der angekündigten Zinsfußherabsetzung sehr unwahrscheinlich machten, gestatteten der russischen Regierung nicht nur den Zinsfuß der 5% Orientanleihen und der 5% Bankbillets herabzusetzen, sondern auch den neuen Typus der russischen Schuldverschreibungen auf dem französischen Markte einzubürgern. Die bekannten politischen Momente sind hier nicht zu übersehen; durch das geschickte Operieren mit Gefühlen, die dem Revanche-Gedanken entsprangen, sind die Franzosen für die russischen Vorschläge nachgiebiger und entgegenkommender geworden. Der Zeitpunkt war derart günstig, daß es nichts ungewöhnliches war, auch einmal von russischer Seite zu hören zu bekommen, daß es die mit einem Agio bis zu 2% gehandelten Werte konvertieren werde und umsomehr, als dem eine Reihe von Beispielen vorangegangen war.

Frankreich konvertierte am Anfang des Jahres die 4½% Rente des Jahres 1883 in eine 3½%-ige, unter der Bedingung, im Laufe von 8 Jahren keine neue Konversion vorzunehmen; es erzielte dabei 67,8 Mill. Frcs. Ersparnis auf die Zinsen.[1]) Für die russische Konversion ist die Zeit von April bis Mai bestimmt worden und die Lage des Marktes war so sicher, daß die russische Regierung wagte, ohne Hilfe eines Garantie-Konsortiums die Operation durchzuführen;[2]) sie zahlte an die Bankiers eine sehr bescheidene Provision: nur 0,50%.[3]) Als aber die Gerüchte über die Konversion

[1]) Im April wurde die 3½%ige belgische Rente in eine 3%ige umgewandelt und büßte auf den Kurs nur 1% ein. Von 103% sank der Kurs auf 102. Frankfurter Zeitung, 1. Mai 1894, I. Morgenblatt.

[2]) Les Marchés financiers en 1894—95 par Arth. Raffalovich. Paris, p. 227

[3]) Les Marchés financiers en 1908—09 par Arth. Raffalovich. Paris, p. 451.

der 5 % Orientanleihen und Bankbillets mit 7 % Vergütung zu 93 % gegen 4 % Papieranleihe Ende April Deutschland erreicht hatten, stand in der Frankfurter Zeitung im ersten Morgenblatt vom 25. April 1894 vom eigenen Korrespondenten aus Paris: „Das Projekt der Konvertierung der russischen Orientanleihen hat einen Kursrückgang hervorgerufen. Hiesige Finanzkreise sind der Meinung, daß die Konversion lediglich in Rußland selbst angenommen werden wird, nicht im Auslande, wo ohnehin für in Papier zahlbare Titel keine Vorliebe besteht.“ Und trotz des Kursrückganges von 102 % auf 101 % versprach diese Transaktion den Inhabern einen Gewinn, da die 4 %-igen auf 95—95½ standen. Deswegen sind die Orientanleihen kurz vor der Konversion sehr begehrt worden, was eine Besserung des Kurses herbeiführte.

Durch einen ausgezeichneten Informationsdienst ist die russische Regierung rechtzeitig im Stande gewesen, die nötigen Vorkehrungen zu treffen und sich nicht das ganze riesige Geschäft vereiteln zu lassen. Als sie die Überzeugung gewonnen hatte, daß die zu geringen Vorteile dieser Konversion zu ansehnlichen Rückzahlungen Anlaß geben könnten, was für die deutsche Finanzwelt sehr wünschenswert gewesen wäre,[1]) setzte die russische Regierung für Paris einen Emissionspreis von 92½ % fest, und zwar für je 100 Rubel des Anrechnungswertes der Orientanleihe 108,10 Rubel in 4 % Rente — Zinsen für die Zeit vom 1./13. Mai bis 1./13. Juni 1894 — 35 Kopeken. Um die ganze Operation zu beschleunigen, zahlte die Regierung eine Extrabonifikation von 1—5 % für den ersten Tag, was 20 Kopeken für 100 Rbl. 5 % Titel ausmachte und um 1 Kopeke für jeden Tag gekürzt werden sollte. Die Tatsache, daß die Regierung nicht den vollen nötigen Betrag der Rente — 1 091,12 Mill. Rubel waren nötig, um 1 014,75 Mill. Rbl. Orientanleihen und Bankbillets in die Rente umzuwandeln — ausgegeben hat, beschleunigte die Durchführung der Konversion; jedermann wollte von den zur Ausgabe bestimmten 750 Mill. Rbl. Rente profitieren Die Operation ist am 11. Mai bis zum 14. Mai fortgesetzt worden In den ersten drei Tagen ist der Maximalbetrag von 750 Mill. Rbl. durch die Anmeldungen mehr als absorbiert worden.[2])

In Rußland sind 680 Mill. Rbl. im Laufe dieser drei Tage zur Konversion angemeldet worden, in Deutschland 38,3 Mill. Rbl.,

[1]) Frankfurter Zeitung, 28. April 1894, Abendblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 12. Mai 1894, Abendblatt.

in Holland 5,8 Mill. Rbl. und in Frankreich 31,1 Mill. Rbl.,[1]) also im Ausland zusammen 75,2 Mill. Rbl. Das Total der angemeldeten Titel belief sich auf 755,2 Mill. Rbl.

Die Frankfurter Zeitung meinte dabei: „Bei der Konversion der russischen Orientanleihen dürfte ungefähr der ganze französische Besitz angemeldet sein.“ [2])

Während des zweiten Konversionstermins sind die Anmeldungen nicht so zahlreich gewesen. Den Umstand, daß durch die Konversion der französischen Rente und durch die Auswanderung der italienischen [3]) das französische Publikum der hochverzinslichen Werte verlustig ging, nutzte die russische Regierung sehr geschickt aus, indem sie die Zwangskonversion aller nicht bis zum 31. Mai zur Rückzahlung gemeldeten Titel der 5 % Orientanleihen und der Bankbillets dekretierte und zwar zu 93,0225 % : 100 Rbl. in 5 % Obligationen = 107,50 Rbl. der Rente, da auf dem Markte von 4 %-igen soliden Papieren nur die Russen blieben. Diese Bestimmung ist wieder nach dem französischen Vorbild. Die finanziellen Resultate zeigen uns, daß der Zeitpunkt für diese große Finanzoperation richtig gewählt worden war; Orientanleihen und Bankbillets waren auf 972 153 254,89 Rbl. zum Umtausch gemeldet. Diesen Betrag bildeten 967 301 900,00 Rbl. Kapital, 3 140 383,38 Rbl. Zinsen für Mai und 1 701 971,51 Rbl. Extrabonifikation von 2 bis 20 Kopeken. Für Rückzahlung sind 2 778 300,00 Rbl. Titel gemeldet. Für die Zwangskonversion blieben nur 46 443 700,00 Rbl. Zusammen für 1 021 375 254,89 Rbl. Dafür sind 1 120 000 000,00 Rbl. 4 % Rente realisiert worden und zwar durchschnittlich zu 92,54 %, was 1 036 551 810,50 Rbl. lieferte. Die Spesen (Provision ausgenommen) betrugen 3 076 368,18 Rbl. oder 0,3013 %.[4]) Zu den Spesen der Konversion, die durchaus nicht notwendig waren, mußten 12 100 187,43 Rbl. zugerechnet werden, die von der Realisation dieser 112 Serien der Rente nach dem Umtausch übrig geblieben sind; aus dieser Summe hat die Regierung die seinerzeit nicht präsentierten Kupons ausbezahlt und die angemessenen Entschädigungen an die Stiftungen und Anstalten gewährt, die satzungsgemäß ihr Geld in Staatspapieren

---

[1]) Frankfurter Zeitung, 15. Mai 1894, Abendblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 16. Mai 1894, Abendblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 23. Juni 1894, Abendblatt.
[4]) Denkschrift zu dem Berichte der Staatskontrolle, 1895, Seite 115.

1 052 186 600,00	Rbl.	4 %	Rente brachten	973 336 294,14	Rbl.	Kurs	92,6
49 677 123,00	„	„	„	45 677 123,34	„	„	
18 710 700,34	„	„	„	17 538 393,02	„	„	93,7345.

anlegen mußten und durch die Konversion empfindlich betroffen wurden. Bis zum Jahre 1899 sind aus diesem Fonds 11 176 555,61 Rbl. ausbezahlt worden und für die seinerzeit nicht präsentierten Kupons bis ultimo 1896 — 71 675,96 Rbl.

Die Umwandlung der 5 u. $5^1/_2$ % Schuldverschreibng. der Zentral-Bodenkredits in eine 3 % Goldanleihe.

Diese Zeit ist demgemäß verschiedenen Finanzoparationen günstig gewesen ; der Markt zeigte gar keine Merkmale der Ermüdung, vielmehr ist er durch die Gewinne der ersten zwei Quartale gereizt worden. Das ist der russischen Regierung nicht entgangen; hier half wieder die engste Fühlung der Regierungskreise mit der Pariser Bankwelt und haute-finance. Rußland kündigte wieder eine neue Konversion an. Es sollten 5 und $5^1/_2$ % Schuldverschreibungen des Zentral-Bodenkredits in eine 3 %, allerdings Goldanleihe, umgewandelt werden. In aller Kürze muß hier darauf erinnert werden, wie es dazu kam, daß die Regierung wieder zu den Goldanleihen gegriffen hat. Die Schuldverschreibungen der Zentral-Bodenkreditanstalt, einer Privatgründung, mußten, den Satzungen gemäß, in Gold zurückgezahlt werden und die Zinszahlungen mußten ebenso in Gold geleistet werden. Nun litt die Bank durch die Schwankungen der russischen Valuta bei der Erfüllung der Verpflichtungen dem Auslande gegenüber ständig darunter, da sie selber die Zahlungen der Klienten in Papiergeld annehmen mußte. Als sie ihre Verpflichtungen nicht erfüllen konnte, traf sie mit dem russischen Staat eine Vereinbarung, die später dahin führte, daß der Staat alle Aktiva und Passiva der Bank an sich nahm. Für die Liquidation dieser Bank ist die Anleihe ausgegeben und es ist klar, daß sie nur eine Goldanleihe sein konnte.

Deshalb ist der dafür übliche Typus gewählt worden, nämlich ein 3 %, obschon sie zum Kurse von 89 % abgegeben werden mußte.[1])

Die Realisation der Anleihe ist durch ein Syndikat der St. Petersburger Banken ausgeführt worden.[2])

Wenn wir berücksichtigen, daß zu Anfang des Jahres die 4 % Goldwerte Rußlands zu 95—$95^1/_2$ % standen, so wird es klar, daß der Kurs der Emission von 89 % für eine 3 % Anleihe eine günstige Konstallation auf dem Markte bedeutet und das umsomehr, als die 4 % Rente zu 92,6 % emittiert worden ist, was für 3 % einen Emissionskurs von 87 % bedeutet.

[1]) Les Marchés financiers en 1894—95 par Arth. Raffalovich, Paris p. 229.
[2]) Frankfurter Zeitung 1894, 4. April, II. Morgenblatt.

Die Beweggründe der russischen Regierung sind dabei sehr leicht begreiflich gewesen; sie wollte die Schädigung des Staatskredits durch den Bankerott dieser Bank vermeiden und damit den Kurs des Papierrubels günstig beeinflussen, da die Bank keinen vollkommenen Apparat für den Ankauf der Devisen besaß,[1]) und durch ungeschicktes Vorgehen den Rubelkurs drückte.

Die Inhaber der Obligation bekamen den gleichen Betrag in 3 % Goldanleihe plus einer Prämie von 10—11 %. Am 30. August waren die Bestände des Syndikats schon ausverkauft worden [2])

Die Wahl des Zeitpunktes ist in diesem Falle auch nicht verfehlt gewesen. Die Lust zu den russischen Geschäften war nicht verschwunden, die großen Institute von Paris verwendeten sogar einen Teil ihrer Mittel zum Ankauf russischer Werte, die in Renten konvertiert wurden, um dann hier untergebracht zu werden.[3]) Eine solche Stimmung des Marktes herrschte nach der Ausführung dieser zweiten Finanzoperation in Paris.

Ich muß noch erwähnen, daß der Ausgabe der Rente eine 4 % Konversionsanleihe in Gold für den Umtausch gegen die Aktien der durch den Staat gekauften Eisenbahnen vorangegangen ist, sie ist in der Mitte des ersten Quartals auf den Markt gekommen und ersetzte die 5 % Eisenbahnwerte, auch in Gold. Der Betrag der Anleihe war 454,4 Mill. Frcs. Da die Besprechung der Eisenbahnwerte nicht im Rahmen meiner Arbeit liegt, bemerke ich nur daß in diesem Jahre noch eine Anzahl der Eisenbahnwerte mit gutem Erfolg untergebracht wurden.

Im Jahre 1894 handelte es sich nicht um das Beschaffen von neuen Geldern, sondern um Umwandlungen, die eigentlich sehr wenig Geld dem Markte entzogen haben, wohl aber die Rentenbezüge stark kürzten. Auf dem Markte bestand Nachfrage nach hoch verzinslichen Werten. Seit Anfang des Jahres 1895 sondierte Lage des Kapitalmarktes schien für die Emission einer chinesischen Anleihe mit russischer Garantie am günstigsten im Juni zu werden. Die Geschichte dieser Anleihe ist an einer anderen Stelle

---

[1]) L'Active total de la Banque . . . . . 7 431 257 roubl. cred.
la valeur des obligations fonciers depose en garantier des titres emis . . . . . 44 759 000 „ „
52 226 257 roubl. cred.
= 34 817 500 „ d'or
Les obligations en circulations . . . . . 37 606 775 „ „

[2]) Frankfurter Zeitung, 30. August 1894, Abendblatt.

[3]) Frankfurter Zeitung, 5. Juli 1894, I. Morgenblatt.

ausführlich dargelegt worden; sie ist typisch für ein modernes Emissionsgeschäft auf dem internationalen Kapitalmarkte. Diese 4 % Anleihe konnte mit vorzüglichem Erfolg zu 98,80 % emittiert werden, allerdings war sie nicht sofort klassiert. Eine gewisse Schuld daran trugen die Emissionshäuser selber. Die aufgelegten 400 Mill. Frcs. sind mit großer Überzeichnung emittiert, sodaß die Zuteilungsquote von 1—4½ % ausmachte.[1]) Der Zeitpunkt für die Begebung muß als richtig gewählt betrachtet werden, da die Marge zwischen der Nominal- und Realverzinsung außerordentlich gering war: bei 4 % Nominalverzinsung eine Realverzinsung von 4,05 %.

Zu gleicher Zeit realisierte die finnländische Regierung eine Anleihe zu 97,7 % bei einer Nominalverzinsung von 2½ % im Betrage von 18 Mill. Frcs. Im Übrigen pflegt sie die Anleihen auf dem Wege der Submission zu begeben.[2])

Seit dem Jahre 1895 ist die Regierung auf dem inneren Markte mit der Umwandlung der 4 % Anleihen in die 4 % Rente beschäftigt gewesen und mit der weiteren Ausbildung des staatlichen Eisenbahnnetzes. Diese Transaktionen werden an einer anderen Stelle besprochen. Hier bemerken wir, daß der Erlös der 3 % Goldanleihe des Jahres 1896, sogen. Valutaanleihe, nicht ausreichte, sondern die Emission der drei Serien der Rente war nötig, um die alten Schulden der Staatsrentei an die Staatsbank zu bezahlen. Diese Emission geschah Ende August[3]) für Tilgung namentlich des Goldagios im Betrage von 25 860 000 Rbl. von 75 Mill. Rbl., die als Deckung für temporäre Emissionen der Kreditbilletes, der Staatsbank von der Betriebskasse überwiesen waren.

Die 5 %-ige Bons de Tresor von 1904.

Der Zeitpunkt einer Emission der Staatsanleihe muß nicht nur unter Berücksichtigung der allgemeinen Bedingungen der Lage des Marktes bestimmt werden, sondern auch unter der Berücksichtigung der politischen Konstellation und inneren Lage des emittierenden Staates. Die Geschichte der kurzfristigen Schatzwechsel, die die russische Regierung seit 1. Mai 1904 im Laufe fast zweier Jahre fortwährend auf den Markt brachte und einzog, zeigt uns, daß in der Emissionspolitik des russischen Staates seit der Übernahme der Geschäfte durch Finanzminister W. Kokowzow eine andere Richtung zur Geltung kam. Früher war es üblich, sich mit

[1]) Frankfurter Zeitung, 19. Juli 1895, Abendblatt.
[2]) Les Marchés financiers en 1895—96 par Arth. Raffalovich, Paris p. 12.
[3]) Frankfurter Zeitung, 2. September 1896, Morgenblatt.

dem Gelde frühzeitig zu versorgen, bei günstiger Marktlage neue Anleihen zu kontrahieren und die daraus gebildeten Überschüsse unter dem Namen des freien Bestandes der Staatsrentei aufzuspeichern[1].)

Dieser Herkunft ist der Betrag gewesen, über welchen die Regierung bei Ausbruch des russisch-japanischen Krieges verfügte. Der Finanzminister hat es nicht für nötig gehalten, sich für längere Zeit durch eine der modernen Kriegsführung entsprechende große Anleihe zu decken, denn am Anfange waren die Sympathien der Börse auf der Seite Rußlands.[2]) Statt dessen gab er eine kurzfristige Anleihe unter dem Namen 5 % Bons de Tresor de 1904 im Betrage von 300 Mill. Rbl. = 800 Mill. Frcs. in Paris zu 99 %, bei einer Parität von 1 Frcs. = 37,5 Kopeken heraus.[3]) Am 10. Dezember 1904 stieg der Kurs dieser Anleihe schon bis zu 501,25 Frcs. für 500 Frcs.[4]) Dieses Geschäft ist von Seite des französischen Publikums erwartet worden.[5]) Nachdem die Regierung die Wege des kurzfristigen Kredits betreten hatte, freilich in der Erwartung, schnell mit dem Feinde fertig zu werden, und die kurzfristigen Schulden nach dem glorreichen Kriege unter günstigen Bedingungen zu konsolidieren, was durchaus der damaligen Stimmung in Regierungskreisen entsprach, war sie angewiesen, sie weiter zu begehen. Wenn wir bedenken, daß die Regierung in 3 Jahren von 1904, 1905 und 1906 für den Krieg 2 064,5[6]) Mill. Rubel und für andere außerordentliche Ausgaben 496 Mill. Rubel — zusammen 2 560,5 Mill. Rbl. aufbringen mußte, wird es klar, daß von einem planmäßigen Vorgehen gar keine Rede sein konnte; sie mußte Geld entleihen, wenn es in der Staatskasse keines gab und zwar unter Bedingungen, die vollständig den freien Vertrag ausschlossen. Dieser Zug der Unfreiwilligkeit ist der Emissionsanleihepolitik der Zeit nach dem Ausbruch des Krieges

[1]) Nach der Ansicht des Vorsitzenden der Budgetkommission der Reichsduma Alexejenko und Abgeordneten Lerche und Eropkin, die sie in der Sitzung der Budgetkommission am 19. Mai 1908 vertreten haben.

Stenographische Berichte der Budgetkommission der Reichsduma, III. Duma, I. Legislativperiode, Seite 3181. Hiezu Anhang VII.

[2]) Die russischen Fonds haben 8—10 % verloren. Der Kurs war ult. Januar 89, über dem Emissionspreis 1889—86,45 2% höher. 4 % Gold-Russen Dezember 1903 98 %, Dezember 1904 97½ %. Die Japaner aber standen 77,00 und 74,55.

„La guerre en extreme orient et les bourses europeennes, 20. Februar 1904, P. Leroy-Beaulieu, L'Economiste français, 1904, p. 239 V. I.

[3]) L'Economiste français, 1904, V. I. P. 758.

[4]) A. Neymarck: 1904, „l'annee de guerre . . .", p. 17.

[5]) L'Economist français, 1904, V. I. p. 716.

[6]) Im Januar 1904 676,8 Mill. Rbl., 1905 972,3 Mill. Rbl, 1906 405,4 Mill. Rbl. Die Anleihen lieferten 1 732,3 Mill. Rbl.

Les marches financiers en 1906—97 par Arth. Raffalovich, Paris p. 17.

eigentümlich und deshalb kann über die Auswahl des Zeitpunktes für die Emission gar keine Rede sein.

Der französische Markt blieb für Rußland bis Ende April des Jahres 1906 verschlossen. Als der russische Finanzminister W. Kokowzow versuchte, im Jahre 1906 Schatzwechsel in Paris unterzubringen, fand er, trotz der günstigen Bedingungen, er bot $5^1/_2$ % Diskont an und die Möglichkeit, die Schatzwechsel zu $4^1/_2$ % bei der russischsn Staatsbank zu rediskontieren — keinen Anklang.[1]) Unter großen Schwierigkeiten ist es ihm gelungen, von den Franzosen 267 Mill. Frcs. für die Zeit vom 15. Januar 1906 bis zum1. Januar 1907 zu bekommen.

Die 5% Anleihe des Jahres 1906.

Die Bedingungen der Emission der 5 % Anleihe des Jahres 1906 sind beispiellos schwere gewesen. Hier war es klar, daß sofort nach dem Ausbruch des Krieges es vorteilhaft gewesen wäre, eine große Anleihe zu kontrahieren, statt nach dem verlorenen Kriege mit einer Anleihe von $2^1{}_4$ Milliarden Frcs. an den Markt heranzutreten. Es verlautete, daß die Gewährung einer neuen Anleihe an Rußland von der Erledigung der Marokkokonferenz abhängig gemacht worden ist.[2])

Im Januar waren Propositionen der Finanzgruppen laut geworden, die auf die Gewährung einer Anleihe von 300 Mill. Frcs.[3]) gegen Verpfändung einer Eisenbahnlinie hinausliefen.

Nun wird es der Hilfe des Rouvier's zugeschrieben, daß die russische Regierung statt dessen die Schatzwechsel im Betrage von 267 Mill. Frcs. diskontieren konnte. Und durch das entsprechende Verhalten leistete sie den Franzosen den gewünschten Beistand bei der Konferenz und wurde durch diese 5% Anleihe von 1906 belohnt.

Die angenommenen Propositionen waren die der französisch-englischen Gruppe. Deutschland hat sich an der Übernahme nicht beteiligt.[4])

Die österreichische Finanzwelt übernahm einen Betrag von 165 Mill. Frcs. zu 88 % und verbreitete überall die Gerüchte, es seien große Bestellungen für die österreichischen Firmen versprochen worden.[5])

---

[1]) Les marchés financiers en 1906—07 par Arth. Raffalovich, Paris p. 18.
[2]) Frankfurter Zeitung, 13. März 1906, II. Morgenblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 11. Januar 1906, Abendblatt.
[4]) Frankfurter Zeitung, 5. April 1906, Abendblatt.
[5]) Frankfurter Zeitung, 16. April 1906, Abendblatt.

Wie es sich später herausstellte, ist die Übernahme in der Erwartung des vorteilhaften Absatzes der neuen Anleihe nach Deutschland gemacht worden.

Von diesem Betrage mußten 1 200 Mill. Frcs. in Paris zur Zeichnung aufgelegt werden, 500 Mill. in St. Petersburg, 250 Mill. in London, der Rest von 300 Mill. Frcs. in Holland, Österreich und Belgien.[1]) Zum Handel an der Berliner Börse war nur ein Teil der Anleihe zuerst im Betrage von 1 200 Mill. Frcs. zugelassen, dann kamen noch die in Wien zum Handel an der Wiener Börse zugelassenen 165 Mill. Frcs.; der Gesamtbetrag von 2 1/4 Mill. Frcs. durfte nicht vor 1908 in Paris eingeführt werden. In London sind zum Börsenhandel 330 Mill. Frcs. zugelassen und in Amsterdam 55 Mill. Frcs.; 500 Mill. Frcs. sind auf den ausländischen Börsen nicht eingeführt und werden nur in Rußland gehandelt.[2])

Die Anleihe ist in Paris nur bei den Kontrahenten[3]) am 26. April zur Zeichnung aufgelegt worden und zwar mit dem Kupon vom 1. Mai zu 440 Frcs. für eine Obligation zu 500 Frcs. Das entsprach einem Emissionspreis von 88 %, welcher durch die Abtragung desselben in fünf Raten: 10 % oder 50 Frcs. bei der Subskription, 18 % bei der Zuteilung (am 2. oder 5. Mai) oder 90 Frcs., 20 % oder 100 Frcs. am 1. August, 20 % am 2. November und 20 % am 1. Februar 1907, bis zu 86,90 % herabgesezt war.[4])

Den Inhabern der 5 % Schatzwechel vom Jahre 1904 ist die Option eingeräumt worden, an jeder Anleihe, welche während der Dauer dieser Bons — also bis zum Jahre 1909 — kreiert wird für jede präsentierte Obligation den gleichen Betrag in neuer Anleihe zugeteilt zu bekommen. Der Koupon der Schatzwechsel zu 12,50 Frcs mit Fälligkeit am 1.—14. Mai konnte für die Abtragung des Preises verwendet werden.[5]) Es dürfte von Interesse sein, von der Entwicklung des Kurses dieser Anleihe anzugeben, daß am 5. Mai die Anleihe schon zu 94,10 % gekauft wurde;[6]) ihr erster Kurs war 98,35 %,[7]) er fiel durch die ungünstigen Nachrichten aus Rußland im August 1906 bis zu 80 %, dann bis zu 79 %,[8]) erreicht aber Ende 1908

[1]) Les Marchés financiers en 1905—07 par Arth. Raffalovich, Paris p. 18
[2]) Handbuch für Inhaber russischer Fonds, Berlin 1905, Seite 89.
[3]) Frankfurter Zeitung, 21. April 1906, Abendblatt.
[4]) Wenn die Verzinsung für das Geld zu 2 % angenommen. L'Economist français, p. vom 21. April 1906.
[5]) Aus Prospekten, abgedruckt in L'Economiste français, 1906, V. 1. p. 648
[6]) L'Economiste français, 5. Mai 1905, p. 648.
[7]) Les Marchés financiers en 1907—08 par Arth. Raffalovich, Paris p. 390
[8]) Les Marchés financiers en 1908—09 par Arth. Raffalovich, Paris p. 448

9,75 %.[1]) Das Kulissen-Syndikat der Pariser Börse hat die Anleihe chon am 7. April zum Handel zugelassen.[2])

Die russische Regierung mußte für den Dienst der Bankiers ine Provision von $4^1/_2$ % bezahlen.[3]) In dieser sind die anderen Spesen und Stempelabgaben nicht inbegriffen. Von 843 750 000 Rubel ominal bekam der Staat nur 704 354 773,99 Rubel, was 83,5 % edeutet.[4]) Unter diesen Umständen ist der Preis des Geldes für ie russische Regierung 5,929 % — fast 6 % — gewesen.

Dazu hat sich die Regierung verpflichtet, die Anleihe bis zum . Mai 1916 nicht zu konvertieren und nicht zur Rückzahlung zu ündigen. Die Tilgung selbst beginnt nur mit 1. Februar 1917.

Und noch dazu, der Finanzminister Kokowzow sollte ein Verprechen abgegeben haben, zwei Jahre nach dieser Anleihe den ranzösischen Geldmarkt nicht in Anspruch zu nehmen.[5])

Die $4^1/_2$ %Anleihe des Jahres 1909.

Ein weiteres Auftreten Rußlands auf dem französischen Markte m Jahre 1909 mit einer $4^1/_2$ % Anleihe hat nicht einen Fortschritt n der russischen Anleihe-Politik bedeutet. Den Charakter einer urzfristigen Anleihe — keine Tilgung, Konvertierung oder Rückahlung — mußte die Regierung auch diesmal dem Gläubiger auf 0 Jahre gewähren; nur nach Ablauf dieser Zeit konnte die Tilgung orgenommen werden und sie mußte in 40 Jahren beendet werden.

Diesmal ist die Regierung durch den Verfalltag der kurzistigen Schatzwechsel gedrängt worden die angebotenen Bedingungen nzunehmen.[6])

Die russische Regierung hat schon im Jahre 1908 mit dem Konsortium die nötigen Verträge abgeschlossen und wollte auch ie Anleihe zu 92 % — 94 % in der ersten Woche des Dezember 908 — emittieren. Die Banken rieten davon ab, da die politischen Verwicklungen auf der Balkanhalbinsel die Sicherheit der Ausührung beeinträchtigen konnten.[7]) Und es war beschlossen, im

---

[1]) Les Marchés financiers en 1908–09 par Arth. Raffalovich, Paris p. 390.
[2]) Frankfurter Zeitung, 10. April 1906, II. Morgenblatt.
[3]) Les Marchés financiers en 1908–09 par Arth. Raffalovich, Paris p. 451.
[4]) Die reichlichsten Eingänge der ausserordentlichen Einnahmen sind im ahre 1906 in den Monaten April und Mai zu verzeichnen. 519 902 Tsd. Rbl. nd 332 342 Tsd. Rbl.
Jahresbericht der Staatskontrolle für das Jahr 1906, Seiten 28 und 800.
[5]) Frankfurter Zeitung, 25. April 1906, Abendblatt.
[6]) Eine Rede des russischen Finanzministers in der Budgetkommission der eichsduma. Anhang IV.
[7]) L'Economiste français, 21. November 1908, V. II, p. 768.

ersten Vierteljahr des Jahres 1909 diese Anleihe vorzulegen u
wenn die Lage es erlaubt, ohne das Ende des Trimesters a
zuwarten.

Der Subskriptionstag ist auf den 22. Januar festgesetzt worden
Der Preis der 500 Frcs.-Obligation war zu 446,25 Frcs. — d.
zu 89¼ % — in zwei Raten zu bezahlen: 100 Frcs. bei der Su
skription und der Rest von 346,25 Frcs. bei der Repartition, d
zwischen 1. und 4. Februar stattzufinden hatte. Die Anleihe w
bestimmt, die kurzfristigen Schatzwechsel zu ersetzen, die 1 600 0
an der Zahl im Betrage von 800 000 000 Frcs. im Umlauf waren u
zwar unter den Bedingungen, daß die 5 % Bons de Tresor d
Jahres 1904 zu 504,72 Frcs. zur Zahlung angenommen und b
der Zuteilung der Reduktion nicht unterworfen werden.[2])

Die Realverzinsung dieser Anleihe war 5,04 % unter dies
Bedingungen der Subskription; am 23. Januar erzielte diese Anlei
eine Prämie von 1,65 % und hatte einen Kurs von 90,90 %.[3])

Von einem Total von 1 400 Mill. Frcs. sind in Paris 1 220 Mi
Frcs. zur Zeichnung aufgelegt worden: 1 513 000 Schatzwechs
à 500 Frcs. sind darauf umgetauscht und für den Rest sind d
Zeichnungen für 15 541 Mill. Obligationen eingelaufen.[4]) Die re
lichen 180 Mill. Frcs. sind in England und Holland plaziert.

An Stempelsteuern waren

in Frankreich 9 478 500 Rubel
in England 281 600 „
in Holland 46 800 „ entrichtet worde

Die Höhe der Steuersätze beträgt in Frankreich 2 %, in En
land 0,5 % und in Holland 0,4 %. Die versteuerten Beträge sin

in Frankreich 457 500 000 Rubel
in England 56 320 000 „
in Holland 11 700 000 „ [5])

Die erste Notiz war für diese Anleihe 90,85 % und ultimo Dezemb
standen diese Anleihen zu 100,40 %.[6])

Die finanziellen Resultate dieser Operation waren für d
Fiskus folgende: Die Regierung hatte die kurzfristigen Wechsel i

---

[1]) Die Stempelsteuer für die Anleihe ist schon am 30. Dezember 1908 e
richtet worden.
[2]) Economist français, 16. Januar 1909. V. I., p. 102.
[3]) Economist français, 23. Januar 1909. V. I., p. 131.
[4]) Les Marchés financiers en 1908—09 par Arth. Raffalovich. Paris p.
[5]) Les Marchés financiers en 1908—1909 par Arth. Raffalovich. Paris p. 6
[6]) Les Marchés financiers en 1909—10 par Arth. Raffalovich. Paris pp. 36, 3

etrage von 800 Mill. Frcs. in diese Anleihe umgewandelt und 38,9 Mill. Rubel zur anderweitigen Verwendung bekommen.[1]) ie bezahlte Kommission ist etwas niedriger als im Jahre 1906 wesen; sie betrug 3,75 %.

Die Stempelsteuer machte vom Nominalwert 1,8 % und die nstigen Spesen 0,1 %.

Ziehen wir das in Betracht, dann bekommen wir, daß Rußnd nur 83,6 % vom Nominalwert der Anleihe erhalten hat.

Das entliehene Kapital kostet Rußland 5,382 %, wenn aber e Vorteile der Amortisation hinzugerechnet sind: 5,74 %.[2])

Wenn wir zusammenfassen würden, wie die russische Regierung en Zeitpunkt der Emission wählte, so müssen wir sagen, daß, enn manchmal die Emissionsbedingungen für Rußland sehr schwere aren, die russische Finanzleitung doch verstand, durch die engste ühlung mit den Banken bestens informiert, den günstigsten Zeitnkt für die Begebung der Anleihe auszunutzen.

Es ist auch nicht zu leugnen, daß die Dienste der Bankiers nd Banken entsprechend hoch entlohnt waren. Die Dienste waren ber nötig, da die eingeleitete Eisenbahnpolitik mit der Förderung er gewerblichen und kulturellen Entwicklung des Staates zusammen hr große Mittel beanspruchte.

Einige technische Züge d. russischen Emissionsgeschäftes auf dem Pariser Markte.

Die Pariser Bankwelt hat sehr große Erfahrungen und eine hr gut ausgebildete Emissionstechnik, von welchem die russischen eschäfte sehr großen Nutzen ziehen.

Nach einer Rede des Finanzministers W. Kokowzow in der tzung der Budgetkommission der Reichsduma folgt Rußland bei er Zuteilung auf die Zeichnungen dem Beispiele Frankreichs; die einen Zeichnungen bekamen den vollen Betrag, je höher der gezeichnete Betrag, desto geringer wird die Quote, die dem zugeteilt ird.[3]) Das Prinzip der proportionalen Zuteilung kam in letzter Zeit cht zur Anwendung.

Über Schwierigkeiten bei der Durchführung dieses Prinzips nterrichtet uns Arthur Raffalovich. Er sagt: „Die Schwierigkeiten ei der Repartition der Titres sind bei so enorm grosser Über-

[1]) Les Marchés financiers en 1909—10 par Arth. Raffalovich. Paris p. 409.
[2]) Les Marschés, financiers en 1908—09 par Arth. Raffalovich. Paris p. 451.
[3]) Stenogr. Berichte der Budgetkommission der Reichsduma. III. Duma, Legislativperiode, Drucksache Nr. 29, Seite 15. s. Anhang.

zeichnung [1]) fast nicht zu überwinden. Die Spekulation, welc
zeichnet, um später verkaufen zu können, kommt dabei besser a
ihre Rechnung als die Emittenten, welche die rasche Klassieru
anstreben und Zeichner für eigene Portefeuilles suchen."[2])

Die deutschen und englischen Zustände erscheinen für d
A. Raffalovich als erwünscht, weil sie die Zuteilung na
dem Ermessen des Emittenten zulassen; die Zeichnungen, welc
die feste Unterbringung als Folge haben, werden in Deutschland off
begünstigt. Gegen die englische Methode hat er einige Bedenke
Die Emission „par adjudication" verteuert die Papiere für den A
lagesuchenden; als Zeichner erscheinen besondere Syndikate u
das Publikum wartet, bis auf der Börse ein Preis für dieses Papi
bestimmt wird, dann kauft sie es. Gewöhnlich ist die Zuteilu
nach dem Ermessen des emittierenden Hauses angewendet worden.

Ein sehr ausgedehntes Netz der Filialen der französisch
Banken und eine sehr genaue Kenntnis der Klientel kommt bei d
Repartition der Anleihe den Emissionhäusern zustatten; die Spek
lationszeichnungen können entsprechend reduziert werden. So ve
fährt man, wenn eine Plazierung in die Hände von Kleinkapitalist
zu bewirken ist.

Ein Beispiel dessen, wie es gemacht wird, wenn im Gege
teil die Plazierung in die Hände von mehr vermögenden Schicht
in Aussicht genommen wird, bietet uns die Unterbringung der 5
Anleihe 1906. Bei der Zeichnung auf den Rest der Anleihe, der nach d
Ausübung des Optionsrechtes der Inhaber der 5 % Bons de Tres
geblieben ist, sind folgende Kautelen eingeführt worden: die Zeichnu
hat für 40 und mehr Obligationen „par correspondance" zu geschehe
die Subskription durch die Zeichnung auf der Liste ist nicht z
lässig und jede Subskriptionsstelle ist befugt nach eigenem Ermess
die Zahl der Gesuche für die Erwerbung zu bestimmen. Alle die
Gesuche sind einer Reduktion unterworfen.[4])

Die Zuteilungsquote ist verschieden gewesen: im allgemein
von $1\frac{1}{2}$ bis zu 6 %.

---

[1]) Z. B. die $3\frac{1}{2}$ % Anleihe 1894 ist in Paris 50 mal überzeichnet word
Les marchés financiers en 1894—95 par Arth. Raffalovich. Paris. p. 16.

[2]) Les marchés financiers en 1894—95 par Arth. Raffalovich, Paris. p.

[3]) Schon bei der Plazierung der 4 % Goldanleihe 1896 ist die einheitlic
Repartition nicht norgenommen worden. Frankfurter Zeitung, 4. August 18
Abendblatt.

[4]) Aus dem Prospekt L'Economiste français, 1906, p. 582.

Bei der Emission der 3 % Goldanleihe von 1894 bekamen die eichner in Paris $1^3/_4$ %, in Berlin $1^1/_2$ %, in St. Petersburg 1,20 % In ondon war die Zeichnung fast sofort geschlossen; es waren 5 Mill. £ gezeichnet worden. Für die russisch-chinesische Anihe ist die Zuteilung $1^1/_2$ % gewesen; auf die 3 % Goldanleihe es Jahres 1896 schwankte die Zuteilungsquote zwischen 1—6%. ei der $4^1/_2$ % Anleihe 1909 ist die Zuteilung nicht über 2 % nausgegangen.

Die Anleihen pflegen in Paris durch das Übernahmekonsortium uf der Börse eingeführt zu werden.

Zuerst werden die Promessen gehandelt mit einer Prämie, deren öhe gewöhnlich durch das Eingreifen des Konsortiums beeinflußt ird. Dann nach einiger Zeit wird der erste Kurs notiert.

Wenn auf dem Markte viel schwimmendes Material vorhanden t, ist das Konsortium genötigt, Interventionskäufe vorzunehmen, esonders, wenn die Bestände noch nicht ausverkauft sind.

Bei so enorm großen Überzeichnungen folgt eine Stagnation uf dem Geldmarkte in der Zeit vom Subskriptionstage bis zu dem age der Zuteilung; besonders wenn die Hinterlegung der Wertapiere als Garantie für die gezeichneten Beträge nicht zulässig ist. Vie hoch die mobil gemachten Kapitalien sind, zeigt uns der Fall: ei der Emission der $3^1/_2$ % Anleihe 1894 bei dem Nomialbetrage er Anleihe von 400 Mill. Frcs. waren die Garantiezahlungen über 00 Mill. Frcs. gewesen.[1]) Bei der Emission der russisch-chinesischen nleihe von 1895 bei einem Nominalbetrage der Anleihe von 00 Mill. Frcs. war das mobilisierte Kapital auf 2 Milliarden geschätzt. Zeichnungen unter 10 Obligationen zu 500 Frcs. waren nicht ugelassen; bei der Zeichnung waren 125 Frcs. für jede Obligation u hinterlegen und zwar in bar: die Deponierung von Wertpapiere ar nicht zulässig.[2])

pitel V. Die russischen Staatsanleihen auf dem Berliner Markte.

Die allgemeine Bedeutung des Berliner Marktes.

Der Berliner Markt hat im allgmeinen als Anlagekapitalmarkt eniger Bedeutung als der Pariser. Das deutsche Publikum interessiert ch meistens für die Dividendenpapiere und von dem Staatsfonds nur r hochverzinsliche. Dieser Tendenz zufolge werden vorzugsweise e 4 % russischen Anleihen an der deutschen Börse gehandelt.

[1]) Les Marchés financiers en 1894—95 par Arth. Raffalovich, Paris, p. 229.
[2]) Frankfurter Zeitung, 19. Juli 1895, Abendblatt.

Die Bedeutung aber des Besitzes an den Werten fremd Staaten, mit welchen Deutschland in lebhaften Handelsbeziehunge steht, war längst erkannt und erwünscht, soweit dieser Bezitz de Ausgleich der internationalen Zahlungsverpflichtungen ohne Gold verschiebungen erleichterte.[1])

Da die jährlichen Zahlungen des russischen Staates im Ausland gegen 300 Mill. Rbl. jährlich geschätzt werden [2]) und ein Teil davon i Gold bezahlt werden muß, dekretierte die russsische Regierung, da die Kupons der Goldwerte und die verlosten Obligationen der Gold anleihen und staatlichen Eisenbahnprioritäten, die auf Gold laute bei den Zollzahlungen angenommen werden und zwar Kupo 6 Monate vor dem Verfalltermin bis zur Verjährung, die verloste Obligationen meistens 3 Monate vor der Auszahlung. In dies Weise war für solche, die in Kupons oder verlosten Obligatione zahlten, eine Prämie gewährt.

Die Wertpapiere, denen diese Eigenschaft durch besondere kaiserlichen Ukas zuerkannt ist, können nach der Verlosung i Laufe einer bestimmten Frist, auch als Zahlungsmittel benutzt werde Das sind vor allem die verschiedenen russischen Goldwerte, russisch 4 % Staatsrente,[3]) 4 % Anleihe von 1905, 5 % Anleihe von 190 und eine Reihe der Eisenbahnanleihen. Interesse an russische Werten und Staatsanleihen bekamen die deutschen Kapitaliste nachdem es dem russischen Finanzminister gelungen ist, die deutsch Regierung dazu zu bewegen, das Beleihungsverbot der russische Staatsanleihe durch die Reichsbank aufzuheben. Das geschah i

---

[1]) Franz von Mendelssohn hat in seinem Referat „Ueber die wirtschaftlic Bedeutung des deutschen Besitzes an ausländischen Wertpapieren" auf dem Hande tage sich darüber folgendermaßen geäußert: daß ein starker deutscher Besitz ausländischen Wertpapieren im nationalen, wie im wirtschaftlichen Interesse erwünscht und notwendig zu erachten ist. . . .

K. Helfferich meint: „Jeder, der im täglichen Kampf um die Behauptu und Mehrung unserer weltwirtschaftlichen Machtstelluung lebt und in der La ist, die Gestaltung der großen internationalen Finanzbeziehungen und Konkurren verhältnisse zu übersehen, wird bestätigen, daß das Zuwenig des von der deutsch Volkswirtschaft für Auslandsanlagen zur Verfügung gestellten Kapitals sich sch heute mitunter zu unserem Schaden fühlbar macht."

Aus der Frankfurter Zeitung, 1911, Mai 11., I. Morgenblatt.

Die Verwaltung der größten Bank Deutschlands, vielleicht einer der größt Banken Europas, stellt in dem Jahresberichte für das Jahr 1910 mit Genugtuu fest, daß Hunderte von Millionen dem deutschen Volksvermögen aus dem Bes fremder Werte zugeflossen sind." Frankfurter Zeitung, 9. März 1911, II. Morgenbla

[2]) Nach Schätzung des Finanzministers. Stenographische Berichte der Budg kommission der Reichsduma. III. Duma, 3. Legislativperiode, Drucksache Nr. 47 S.

[3]) Laut Ukas vom 6. März 1898.

ahre 1894.[1]) Die Presse begrüßte diese Maßnahme als die Annäherung zweier Mächte, die ökonomisch stark auf einander angewiesen sind.

Berlin und Amsterdam sind von jeher die Märkte für die russischen Eisenbahnwerte gewesen. Im Berliner Geschäft in russischen Eisenbahnprioritäten, später Eisenbahnanleihen spielten das Bankhaus Mendelssohn & Co. und die Diskonto-Gesellschaft die führende Rolle.

Für die Staatsanleihen aber öffnete sich der Berliner Markt nur im Jahre 1894, als ein Teil der $3^1/_2$ % Goldanleihe in Berlin und London aufgelegt wurde. Ihr folgten die Anleihen vom Jahre 1902, $4^1/_2$ % von 1905 und die kurzfristigen Schatzwechsel. Die Emissionen der Eisenbahnwerte sind wie früher in Berlin untergebracht worden.

Der Berliner Geldmarkt nur für hochverzinslichere Werte.

Der Berliner Geldmarkt kann wegen der hohen Diskontsätze sowohl im Bank- wie Privatverkehr nur für hochverzinslichen Werte in Betracht kommen. Den niedrigsten Jahresdurchnitt für den Diskontsatz der Reichsbank hat das Jahr 1894: 3,12. In diesem Jahre hatte der Privatdiskont einen Jahresdurchschnitt von 1,77. Die höchsten Jahresdurchschnitte hatte das Jahr 1907: 6,03 für den Bank- und 5,12 für den Privatdiskont.[2])

Die Ursachen dieser hohen Zinssätze mögen wohl in dem Bedarf der Industrie und des Verkehrs liegen, einer Entwicklung, die in den letzten Jahrzehnten in Deutschland sehr bedeutend war.

---

[1]) Frankfurter Zeitung, 4. November 1894, II. Morgenblatt.
Die Deutsche Reichsbank beleiht mit $^1/_2$ des Kurswertes:
5 % Russ.-Engl. Anleihe von 1822
3 „ „ „ „ „ 1859
4 „ Konsolid. Anleihe von 1880
5 „ Goldrente von 1884
4 „ Goldanleihen von 1889, 1890, 1894
4 „ Konsol. Eisenbahn-Rente von 1889, 1891
4 „ Russ. Staatsanleihe von 1902
$4^1/_2$ % „ „ „ 1905.
Salings Börsenpapiere 1912, Seite 419.

[2]) Der Diskontsatz bewegte sich in Berlin im Laufe der Jahre folgendermaßen (die Zahlen sind die Jahresdurchschnittszahlen):

	1892	1893	1894	1895	1896	1897	1898	1899	1900
Disk. d. Reichsbank	3,20	4,07	3,12	3,14	3,66	3,81	4,27	5,04	5,33
Privatdiskontsatz .	1,79	3,12	1,77	2,62	2,99	3,08	3,55	4,45	4,41

Diskont der	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910
Reichsbank	4,10	3,32	3,84	4,22	3,82	5,15	6,03	4,75	3,92	4,35
Privatdiskontsatz . . .	3,06	2,19	3,00	3,14	2,85	4,04	5,12	3,52	2,87	3,54

Entnommen der Tabelle Nr. 46, Esslen, Die Konjunktur und der Geldmarkt. Riesser, Die deutschen Großbanken, 4. Auflage, Seite 137.

Allerdings war mit den Anleihen, die niedrigere als 4 % Nominalverzinsung hatten, auf dem deutschen Kapitalmarkte nicht viel anzufangen.

Die im Jahre 1902 in Deutschland untergebrachte Staatsanleihe von der nur ein Teil für allgemeine Staatszwecke verwendet wurde, mußte 4 % Nominalverzinsung haben. Daß die Anleihe des Jahres 1905 eine höhere Nominalverzinsung und einen viel niedrigeren Emissionskurs haben mußte, ist klar, da der Diskontsatz wesentlich höher war und die politischen Momente eine große Rolle mitspielten.

Die Emissionstätigkeit des Berliner Platzes ist in ständiger Entwicklung. Nach einer Untersuchung des Dierektors der Deutschen Bank, K. Helfferich, die im „Bank-Archiv" veröffentlicht ist, betrugen die Emissionen nach Jahrfünften:

1886—90	1891—95	1896—1900	1901—05 und 1906—10 [1])
6 682	6 295	10 636	10 486	14 112 Mill. Mk

Die stärkste Anforderung an den Kapitalmarkt stellte der öffentliche Bedarf im Betrage von 1 679 Mill. Mk., im Jahre 1896—1900 stiegen die Emissionen der Staats- und Kommunalanleihen im

---

[1]) Die Zusammenstellung von K. Helfferich, Direktor der Deutschen Bank dem „Bank-Archiv" entnommen. In Millionen Mark:

Jahre	inländ. Werte	ausländ. Werte	zusammen
1888—1890	4 360	2 322	6 682
1891—1895	4 833	1 462	6 295
1896—1900	8 216	2 420	10 636
1901—1905	8 339	2 147	10 112
1906—1910	12 615	1 497	14 112

	Öffentl. Kredit:			Darunter:
Jahre	Staatsanleihen	Kommunal-Anleihen	zusammen	Bodenkredit-Pfandbriefe
1886—1890	1 508	274	1 782	1 248
1891—1895	1 356	409	1 765	2 189
1896—1900	838	841	1 679	1 879
1901—1905	2 125	1 195	3 320	2 262
1906—1910	4 131	1 942	6 073	2 588

	Industrieller und kommerzieller Kredit:			
Jahre	Industrie-Obligationen	Industrie-Aktien	Bank-Aktien	zusammen
1886—1890	146	800	329	1 275
1891—1895	202	372	257	831
1896—1900	497	2 495	1 303	4 295
1901—1905	642	1 456	561	2 659
1906—1910	1 080	2 921	858	4 859

Bank-Archiv 15. April 1911, Seite 211.

Jahrfünft 1901—1905 auf 3 320 Mill. Mk. und im Jahrfünft 1906—1910 auf 6 073 Mill. Mk.; zu gleichen Perioden war die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes vonseiten des industriellen und kommerziellen Kredites: 4 295 Mill. Mk., 2 659 Mill. Mk. und 4 859 Mill. Mk. Die Staatsanleihen und die Kommunalanleihen nahmen vom Markte im Jahrfünft 1896—1900 fast gleiche Beträge: 838 und 841 Mill. Mk.; in den folgenden zwei Jahrfünften bildeten die Staatsanleihen 2 125 Mill. Mk. und 4 131 Mill. Mk.; die Kommunalanleihen entnahmen in den gleichen Perioden dem Geldmarkte 1 195 Mill. Mk. und 1 942 Mill. Mk.

Die rasche industrielle Entwicklung Deutschlands offenbart sich in der Höhe der Beträge der Industrieaktien, die auf den Markt kamen: in der Zeit 1891—1895 sind für 372 Mill. Mk. Aktien emittiert worden. Das Jahrfünft 1896—1900 brachte neue Werte im Betrage von 2 495 Mill. Mk.

Im Jahrzehnt 1886—1895 sind Aktien der Industrieunternehmungen im Betrage von 1 172 Mill. Mk. emittiert worden, im Jahrzehnt 1896—1905 im Betrage von 3 951 Mill. Mk., im letzten Jahrfünft aber allein 2 921 Mill. Mk.

Das kann, zusammen mit der vorzüglichen Entwicklung des Kurses der Dividendenpapiere,[1]) der Grund sein zu der Abneigung des deutschen Publikums vor den im allgemeinen niedrig verzinslichen Staatsanleihen der Großmächte. Deutschland teilte in diesem Falle das Schicksal der anderen Mächte.[2]) Auf dem Markte erscheinen nunmehr die Staatsanleihen der Balkanstaaten, Chiles, Mexikos und anderer exotischen Staaten, die eine Realverzinsung bieten, welche mit den Erträgen der Dividendenwerte Schritt halten kann, ganz abgesehen von der kursmäßigen Chance.

Dieser Charakter des Landes, welches sich in stetiger Weiterentwicklung befindet, in welchem die Industrie stetig mit Forderungen

---

[1]) Die Industrieaktien, die im II. Semester 1908 ausgegeben sind, hatten einen Nominalbetrag von 115,93 Mill. Mk. und einen Kurswert von 145,13 Mill. Mk.; die, welche im Jahre 1909 auf den Markt kamen, hatten einen Nominalbetrag von 135,46 Mill. Mk. und einen Kurswert von 322,42 Mill. Mk.

Die deutschen Staatsanleihen hatten im gleichen Jahre den Kurswert von 1 066,66 Mill. Mk. bei einem Nominalbetrag von 1 069,10 Mill. Mk.

Frankfurter Zeitung, 7. Juli 1910, Abendblatt.

[2]) Der Kurs der deutschen 3 % Reichsanleihe, die am 17. April 1903 im Betrage von 290 Mill. Mk. zu 92 % aufgelegt wurde, sank am 18. Mai unter den Emissionspreis, — am 15. September war er 89,20 %.

Frankfurter Zeitung, 13. Januar 1904, Abendblatt.

an den Kapitalmarkt herantritt, mit dem sehr lebhaften Verkehr, der die Beanspruchung des Kapitalmarktes von seiten der Banke bedingt,[2]), ist es, der den deutschen Kapitalmarkt für die Unte bringung großer Posten russischer Staatsanleihen zu günstigen B dingungen ungeeignet macht.

Nach den Zusammenstellungen der Frankfurter Zeitung i die Höhe des in den ausländischen Anleihen investierten Kapita nur in den Jahren 1902 und 1905 sehr bedeutend. Im Jahre 19(sind für 313,47 Mill. Mk. und im Jahre 1905 für 676,39 Mill. M ausländische Anleihen emittiert worden.[3])

Diese hohen Beträge rührten von der Emission der russische Anleihen her: im Jahre 1902 ist eine 4 %-ige mit einem Nomina betrage von 393 Mill. Mk. in Berlin und Amsterdam aufgele worden. Ein Teil dieser Anleihe ist für die Gewährung von Da lehen an Privateisenbahngesellschaften bestimmt worden, namentli für die Entschädigung der Gesellschaft der ostchinesischen Eisenbah

---

[1]) Die Umsätze der neun Berliner Großbanken betrugen im Jahre 19 387 Milliarden Mk.; sie erfuhren eine Steigerung von 51 Milliarden Mk. geg die Vorjahre.
Frankfurter Zeitung, 9. März 1911, II. Morgenblatt.

[2]) Die im Jahre 1909 emittierten Bankaktien hatten bei einem Nominalbetr von 107,46 Mill. Mk. einen Kurswert von 145,38 Mill. Mk.; für das Jahr 19 haben wir einen Nominalbetrag von 108,12 Mill. Mk. und Kurswert 137,63 Mill. M
Frankfurter Zeitung, 7. Juli 1910, 14. Juli 1911, Abendblatt.

[3]) Die deutschen Emissionen in der Zeit von 1895—1910 nach den Z sammenstellungen der Frankfurter Zeitung. Kurswert in Mill. Mk.

Effektengattung	1895	1896	1897	1898	1899	190
1. Deutsche Staatsanl. .	42,69	33,94	24,93	145,83	391,74	172,
2. Ausländ. Staatsanl. .	73,10	392,79	166,38	325,96	87,06	30,
3. Städt. Prov. - Obligat.	121,62	109,28	190,54	195,41	204,66	318,
4. Deutsch. Hypoth.-Obl.	306,13	424,87	423,51	304,38	383,45	265,
5. Ausländ. Hypoth.-Obl.	46,54	230,90	102,32	30,75	39,43	7
6. Sonstige Obligationen	201,38	331,08	375,75	458,05	176,95	201
7. Bankaktien . . .	152,23	190,05	353,57	357,96	295,42	147
8. Eisenb.- u. Staats-Akt.	7,83	37,29	30,96	167,23	92,84	68
9. Industrieaktien . .	229,23	307,34	283,22	476,78	666,18	367
Zusammen	1180,75	2057,54	1952,18	2462,35	2337,73	1579

1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	191(
1. 506,01	532,82	343,38	283,87	454,68	668,97	541,06	1079,52	1066,66	621,
2. 42,06	313,47	136,25	87,24	676,39	163,61	49,83	98,51	178,56	244
3. 352,05	416,44	340,48	216,77	418,45	429,79	496,66	606,43	532,82	386
4. 292,00	373,00	461,59	467,38	513,02	330,36	287,24	492,32	569,00	523
5. 7,57	6,73	29,39	21,24	5,62	6,77	—	1,98	45,84	2
6. 441,83	211,54	256,67	199,24	331,31	257,29	172,96	402,15	329,19	424
7. 37,13	61,46	33,06	201,45	203,44	289,77	97,31	75,63	145,38	137
8. 26,23	22,53	116,31	68,91	11,06	42,46	4,70	28,34	18,60	2
9. 103,82	94,36	195,33	267,60	492,52	624,28	240,20	326,65	322,42	269
z. 1808,70	2032,35	1912,44	1813,80	3106,49	2842,68	1899,96	3156,68	3208,47	2612

ie durch die Boxerbewegung Schaden gelitten hatte: der andere t für allgemeine Staatszwecke.[1]) Im Jahre 1905 ist die $4^1/_2$ % nleihe in einem Nominalbetrag von 500 Mill. Mk. auf den Markt ebracht worden. Sie ist eine Kriegsanleihe.

Das Auftreten Rußlands im Jahre 1902.

Infolge des Abschlusses des deutsch-russischen Handelsvertrages m Jahre 1894 ist bei dem deutschen Publikum die alte Vorliebe ür alle russischen Werte wieder wach geworden; und nicht nur ür Eisenbahnwerte, sondern auch für die Anleihen, in welchen auf ler Berliner Börse sehr große Umsätze gemacht worden waren, und ie Papiere, die aus Frankreich kamen, fanden hier zu anziehenden Kursen schlanken Absatz.[2]) Die Teile der neuen russischen Anleihen, die n den deutschen Markt kamen, sind nicht beträchtlich gewesen, anden aber gute Aufnahme von den Anlagesuchenden, was mit dem ährlichen Zuwachs an Kapitalvermögen Deutschlands in gutem Einklang steht.[3]) So ist die $3^1/_2$ % Goldanleihe in Deutschland im ahre 1894 angenommen. Beim Zeichnungspreis von 95 % machte ie Realverzinsung etwa 3,66 % aus; bei der Notierung der 4 % ussen zu 102 %, die damals war, ist die Realverzinsung 3,82 %, ie Marge beträgt nur 0,16 %. Das kann wohl als Folge davon etrachtet werden, daß in diesem Jahre zum ersten Male die russische nleihe auf dem französischen, deutschen und englischen Markte erscheint und der Emissionskredit des Hauses Rothschild zur Seite teht, sowie als Folge der Staffelung der Bezahlung.[4])

Daß das deutsche Publikum nicht immer so günstig für die ussischen Staatsanleihen gestimmt war, zeigen einige Artikel der rankfurter Zeitung, welche nach dem Auftauchen von Gerüchten iber die bevorstehenden russischen Konversionen erschienen sind.

„Wenigstens dürfte eine 4 % russische Valuta-Anleihe zu 3 % (Petersb. Us.) kaum sonderlich nach deutschem Geschmack ein", schrieb am 28. April 1894 die Frankfurter Zeitung, und

---

[1]) Für die allgemeinen Staatszwecke sind 42 653 110,81 % verwendet worden. enkschrift zu dem Jahresberichte der Staatskontrolle, 1909, S. 74.

[2]) Frankfurter Zeitung, 25. März 1894, I. Morgenblatt.

[3]) Schmoller veranschlagt den jährlichen Zuwachs Deutschlands an Kapitalermögen auf 2—$2^1/_2$ Milliarden Mk., von denen gewöhnlich etwa 1 Milliarde neu Effekten angelegt wird.
Frankfurter Zeitung, 2. November 1894, I. Morgenblatt.

[4]) $^1/_5$ spätestens am 15. Januar, je $^2/_5$ am 15. Februar und 15. März; ei der Abnahme am 2. Januar 1895 Preis statt 404 Mk. 383,80 Mk.; nach Januar $1^1/_2$ % pro Jahr Zinsen auf 404 Mk. vom 1. Januar 1895 bis zum Tage er Abnahme zu vergüten.
Aus Prospekt: Frankfurter Zeitung, 9. Dezember 1894, IV. Morgenblatt.

glaubte, daß die Besitzer der Orientanleihen und Bankbillets vo ziehen werden, entweder sofort zu verkaufen, oder die Rückzahlun abzuwarten.[1]) Und sie wollten in dem Abflauen des Wechse kurses die Folge der daraus notwendig werdenden bedeutende Rimessen sehen.[2])

Darin spiegelte sich das Mißtrauen gegenüber den Anleihe in Kreditrubeln, das aus der lebhaften Spekulation in Berlin m russischer Valuta hervorwuchs.

Nun aber sind bei der Konversion folgende Bedingungen au gestellt worden: für die Bankbillets I. und II. Emission und für d Orientanleihen I. und II. Emission werden die zu konvertierende Beträge zu 67,80 % Berlin Us. und Orientanleihen III. Emissio zu 68,375 % Berlin Us. umgerechnet, die 4% Rente aber wird fü je 100 Rbl. nom. zu 63,5 % Berl. Us. — 100 Rbl. Gold = 320 Mk. - gleich also 203,20 Mk. gerechnet.[3]) Den deutschen Stempel tru die russische Regierung; die in Deutschland zum Umtausc präsentierten Stücke mußten mit deutschen Stempel versehen sein. Da diese Operation eine kleine Bonifikation für den Inhaber d 5 % Orientanleihen und der Bankbillets bot und die Lage d Kapitalmarktes die höher verzinsliche Anlage nicht erwarten lie ist sie auch in Deutschland mit gutem Erfolg durchgeführt worde es stellte sich dabei heraus, daß der Besitz des Publikums an diese Papieren wesentlich höher war, als vermutet wurde: bei de deutschen Anmeldestellen sind zur Konversion 31 Mill. Rbl. an gemeldet worden.[5]) Die Realverzinsung der deutschen 3 % Reich anleihe war zurzeit 3,421 %.[6])

An der Emission der 4 % russisch-chinesischen Anleihe nah die deutsche Bankwelt keinen direkten Anteil. Die später erfolg

---

[1]) Frankfurter Zeitung, 28. April 1894, Abendblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 28. April 1894, I. Morgenblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 20. Mai 1894, IV. Morgenblatt.
[4]) Frankfurter Zeitung, 10. Mai 1894, Abendblatt.
[5]) Frankfurter Zeitung, 12. Mai 1894, Abendblatt.
[6]) 3 % deutsche Reichsanleihe:

wurde emittiert:	Zeichnungspreis	Erträgnis
9. Oktober 1890	87 %	3 448
20. Februar 1891	84,40 %	3 554
9. Februar 1892	83,60 %	3 588
11. April 1893	86,60 %	3 456
24. April 1894	87,70 %	3 421

(160 Mill. Mk.) durch Reichsbank.
Frankfurter Zeitung, 21. April 1894, Abendblatt.

inrichtung der Kuponzahlstellen für diese Anleihe in Berlin zeigt, aß das deutsche Publikum auch an dieser Anleihe partizi-ierte.[1])

Die am 28. Juli 1896 zur Zeichnung vorgelegte 3 % Gold-nleihe hat in Berlin guten Eingang gefunden. Die Bankhäuser Iendelssohn & Cie., S. Bleichröder und die Direktion der Diskonto-esellschaft hatten sich an der Emission beteiligt.

Der Subskriptionspreis ist 372,90 Mk. für jede Schuld-erschreibung von 404 Mk. nom. also 92,30 % festgesetzt. Die uteilung geschieht nach Ermessen der Emissionshäuser. Die Ab-ahme mußte vom 6. August 1899 ab bewirkt werden, und zwar n 6. August gegen Zahlung des Subskriptionspreises, nach dem August mit Vergütung von 1½ % pro Jahr bis zum Tage der bnahme, und die Abnahme ist eschalloniert worden: ⅕ der ıgeteilten Stücke ist am 10. August, ⅖ am 10. September und n 12. Oktober abzunehmen.

Es war mir nicht möglich, zu ermitteln, wie hoch der Betrag er 3 % Goldanleihe 1896 war, der in Deutschland untergebracht orden ist.

In der Zwischenzeit sind auf dem deutschem Markte eine eihe von Konversionen der 5 % Eisenbahnobligationen der vom taate erworbenen Linien und eine Anzahl Finanzoperationen, die en Umtausch der Aktien gegen die 4 % Rente bezweckten mit ıtem Erfolg, nicht aber ohne materielle Opfer von seiten des taates, durchgeführt worden.

Als China eine Kriegsentschädigung an Rußland zu zahlen ch verpflichtet hatte, beeilte sich Rußland, diese Kriegsentschädigung f dem Berliner Markte zu diskontieren. Wenn schon die Ge-hichte der Abschließung der russisch-chinesischen Anleihe von chnischer Seite sehr instruktiv ist, liefert sie uns noch von anderer eite das Material für die Erklärung dafür, daß Rußland sich dazu tschloß, die chinesische Kriegsentschädigung auf dem Berliner arkte zu diskontieren.

Die Gründung der Gesellschaft der ostchinesischen Eisenbahn t aus dem russisch-chinesischen Geschäfte des Jahres 1895 hervor-gangen. An der Plazierung des Obligationskapitels dieser Bahn aben sich vorwiegend die deutschen Firmen beteiligt.

---

[1]) Frankfurter Zeitung, 24. Juli 1896, III. Morgenblatt.

Nun mußte die Gesellschaft der ostchinesischen Eisenbah eine Entschädigung von 65,9 Mill. Rbl. bekommen.[1]) Die am meiste daran Interesse nehmenden Häuser haben die Anleihe übernomme

Das sind: Direktion der Diskonto-Gesellschaft, Mendelssoh & Co., S. Bleichröder und die Berliner Handelsgesellschaft.

Die Anleihe ist in deutscher Valuta und die Stückelung i zu 500, 1000, 2000 und 5000 Mk.

In Deutschland ist von dieser Anleihe ein Betrag vo 300 Mill. Mk. am 3. April zu 97,5 % aufgelegt. Die Anmeldun geschieht durch die Formulare, mit 5 % Kaution, in bar oder i Effekten, die Zuteilung nach Ermessen der Zeichenstellen. De Preis zuzüglich 4 % Zinsen für die Zeit vom 1. Januar bis zu Tage der Abnahme kann für die Beträge über 5000 Mk. in dr Raten von je $^1/_3$ des gezeichneten Betrages am 11. April, 30. Ma und 30. Juli bezahlt werden. Die Kaution wurde von der letzte Zahlung abgezogen.

Die Anleihe ist von der russischen Kapitalrentensteuer fr und die Obligationen dieser Anleihe hönnen mindestens mit 90 % zur Sicherstellung von Zollgebühren verwendet werden.[2])

Die russische Regierung wollte durch einen niedrigen Sub skriptionskurs das deutsche Publikum wieder für russische Staat werte interessieren.[3])

Den Stempel der Zuteilungsschlußnote trugen die Zeichn zur Hälfte.

Die Anleihe hatte einen guten Erfolg; die deutschen Zeichnung Anmelduugen kamen aus Deutschland nach Petersburg.[4])

Auf die in Deutschland begebenen 300 Mill. Mk. entfalle 866 549 Rbl. für ausländischen Stempel, sodaß von dem Erl 284625000 Mk. = 131752913 Rbl. dieser Betrag abgezoge

---

[1]) Denkschrift der Staatskontrolle, 1902, Seite 50.

[2]) Frankfurter Zeitung, 25. April 1902, Abendblatt.

[3]) Die Frankfurter Zeitung hat nach Veröffentlichung des Prospektes d Bedingungen dieser Operation einer Kritik unterzogen. Sie meinte: „Anscheine haben die Übernehmer der russischen Anleihe besonderen Wert darauf gelegt, dur einen entsprechend niedrigen Übernahmekurs in die Lage versetzt zu werden, au bei der Festsetzung des Zeichnungspreises dem Publikum eine gewisse Gewin chance zu lassen, um in dieser Weise den deutschen Kapitalisten, denen seit lang Jahren keine direkt russische Staatsanleihe angeboten worden ist, die Beteiligu an einer solchen möglichst vorteilhaft erscheinen zu lassen.“
Frankfurter Zeitung, 29. März 1902, Abendblatt.
Frankfurter Zeitung, 3. April 1902, Abendblatt.

werden muß. Für die ganze Anleihe waren noch 43 691 Rbl. an sonstigen Spesen bezahlt worden.[1])

Der Teil, der in Rußland untergebracht werden sollte, lieferte beim Nominalbetrag 93 Mill. Mk. = 43 059 000 Rbl. nur 40 852 226 Rbl. An der Begebung hatten sich beteiligt: Russisch-Chinesische Bank, Internationale Handelsbank, St. Petersburger Diskonto-Gesellschaft, Bank Wolga-Kama und Bank für auswärtigen Handel.

Diese Anleihe ist die beliebteste der 4 % Anleihen geworden, trotzdem sie den Namen „Goldanleihe" nicht trug. Hier kam dieser Anleihe der Umstand zustatten, daß sie in deutscher Valuta emittiert war. Das war besonders klar nach dem Ausbruch des russisch-japanischen Krieges: die 4 % Anleihen älterer Emissionen sind am 7. Januar 1904 in Berlin zu 97 % notiert, die neue 4 % Anleihe von 1902 dagegen behauptete sich zu 98,40 %.[2])

Die Anleihe ist zu 97,50 % am 3. April aufgelegt, zugelassen war sie aber schon am 25. März 1902; die erste Notierung war am 9. April zu 98,75 %.

Ultimo 1902—1910 hat diese Anleihe den Kurs: 99,90; 99,10; 89,50; 82,50; 80,70; 80,00; 83,60; 90,90; 93,80 %. Auch ist nicht zu übersehen, daß diese Anleihe einen bestimmten Tilgungsplan hatte, sie ist in 5 Gruppen eingeteilt, von welchen jede von einem bestimmten Zeitpunkt an mit einer bestimmten Tilgungsquote zuzüglich ersparten Zinsen getilgt werden soll.[3])

Die Anleihe wird von der Reichsbank mit $^1/_2$ des Kurswertes beliehen.[4])

Die $4^1/_2$ % Anleihe d. Jahres 1905 und die Schatzwechsel auf dem deutschen Markte.

Wie wir das schon hervorgehoben haben, war die zweite bedeutende Finanzoperation auf dem deutschen Markte die Begebung der $4^1/_2$ % Anleihe 1905. Die Anleihe ist schon im Jahre 1904

[1]) Denkschrift zum Jahresbericht der Staatskontrolle 1902, Seite 79 u. ff. Bericht der Staatskontrolle 1903, Seite 27.

[2]) Frankfurter Zeitung 8. Januar 1904, Abendblatt.

[3]) Tilgungsplan der 4 % Staatsanleihe von 1902 ist folgender:

Tilgung geschieht zu pari:

Serie	Taels	Beginn der Tilgung	Quote mit Ersparn. Z.
A.	75 Mill.	1902	1 106 %
B.	65 „	1911	1 783 „
C.	150 „	1915	2 256 „
D.	50 „	1916	2 401 „
E.	115 „	1932	9 449 „

Ende der Tilgung das Jahr 1940.

Saling's Börsenpapiere 1912, Seite 325.

[4]) Saling's Börsenpapiere 1912, S. 419.

zum Abschluß gebracht worden. Die allgemeine Tendenz des An lagemarktes war der Kursrückgang der niedrig verzinslichen un eine Kurssteigerung für die hochverzinslichen Werte. Das Haup interesse lag auf dem Markte der Dividendenwerte und zwar de Industrieaktien. „Das Kapital ist viel anspruchsvoller bezüglic der gebotenen Rentabilität und anspruchsloser bezüglich der ge botenen Sicherheit.“[1]) Die 3 % deutsche Reichsanleihe hatte gege 2 % verloren.

Zu dieser Zeit ist die Emission der 4½ % russischen Anleihe vo 1905 angekündigt worden. Die fakultative Inanspruchnahme de deutschen Anlagekapitalmarktes für eine russische Anleihe ist be der Abschließung des letzten Handelsvertrages vereinbart worden.[2]

Die Anleihe war am 12. Januar zur Subskription zu 95 % aufgelegt worden zuzüglich ½ vom Schlußnotenstempel zuzüglich Zinsen vom 1. Januar bis zum Tage der Abnahme, letzteres von 23. Januar ab. An diesem Tage mußten alle Beträge unter 5000 Mk abgenommen werden, sowie ein Drittel des zugeteilten Betrages, di anderen zwei Drittel waren am 25. Januar und am 25. März abzu nehmen. Die Anleihe hatte ½ jährige Zinsscheine und ist in die Stücke von 5000, 2000, 1000 und 500 Mk. eingeteilt. Die Regierung verzichtete auf die Tilgung für 12 Jahre und stattete die Inhaber der Schuldverschreibungen mit dem Recht aus, die Anleihe am 1. Januar des Jahres 1911 oder 1914 zur Rückzahlung al pari zu kündigen. Die Rückzahlung geschieht nach Ablauf von sechs Monaten. Das bot den Inhabern die Vorteile einer Rentenanleihe und gleichzeitig einer schwebenden Schuld mit einer Sicht von 6 bezw. 9 Jahren.

Nach dem 1. Januar 1917 fängt die Tilgung mit der Quote 0,226 % an.

Nach einer Meldung aus Petersburg hat das Konsortium die Anleihe zu 90,5 % übernommen.[3]) Die Regierung verpflichtete sich, den Stempel zu tragen. Die Spesen sind recht beträchtlich gewesen. Diesmal mußte die Regierung wieder 4½ % Kommission an das Übernahmesyndikat zahlen,[4]) obschon die Berliner Bankiers in dieser Beziehung viel bescheidener als die Pariser sind. Die Be-

[1]) Frankfurter Zeitung, 1. Januar 1905, Abendblatt.
[2]) P. Migulin, Russischer Staatskredit, S. 1177.
[3]) Frankfurter Zeitung, 5. Januar 1905, Abendblatt.
[4]) Aus der Rede des Finanzministers W. Kokowzow in der Sitzung der Budgetkommission der Reichsduma, nach stenogr. Berichten der Budgetkommission, III. Duma, 3. Legislativperiode. Drucksache Nr. 10, Seite 8.

ingungen dieser Anleihe bedeuteten einen schweren Niedergang es russischen Kredites. Diese Geldbeschaffung hätte Rußland im alle von Kündigung nach 6 Jahren 6,55 % gekostet: ein Disagio on 9½ %, würde pro Jahr 1,58 % ausgemacht haben. Wie wir das chon erlebt haben, fand Kündigung am 1. Januar 1911 nicht statt, weil ie Kursentwicklung der Anleihe recht befriedigend war. Für die Zeichner ot diese Anleihe eine Rentabilität von 4,73 % (und bei Kündigung ach 6 Jahren minus 0,83 %, nach 9 Jahren minus 0,55 %).

Noch eine Klausel war eingeführt: Zinskupons oder gekündigte Obligationen müssen von der russischen Regierung in Petersburg, Berlin, London, Amsterdam in der Währung des Landes 1 Rbl. = /15 Imperial nach der Wahl des Inhabers eingelöst werden.

Wie groß das Interesse der deutschen Finanzkreise an diesem Geschäft gewesen ist, zeigt uns folgendes: der Anleihevertrag war m 28. Dez. 1904 unterzeichnet worden. Die Zulassung von Seite er Zulassungsstelle der Berliner Börse erfolgte schon nach 6 Tagen.[1]) Gleichzeitig war auch an der Frankfurter Börse die Zulassung des anzen Betrages von 500 Mill. Mk. von der Direktion der Berliner Diskonto-Gesellschaft beantragt.

Das deutsche Sparkapital drängte nach russischen Anleihen, nachdem es seit 1902 so skeptisch den russischen Anleihen gegenübergestanden hatte. Die Inskriptions-Kassen der Diskont-Gesellschaft wurden nach der Eröffnung der Zeichnung sofort geschlossen.[2])

Der große Betrag der Anleihe wurde durch die Anmeldungen mit der Sperrverpflichtung zweimal gedeckt.[3])

Diese gesperrten Stücke waren für die russische Regierung sehr erwünscht: sie konnten nicht auf den Markt drücken. Das hat sich vorzüglich bei der allgemeinen Beunruhigung der Börse am Ende des Januar bewährt.[4]) Die Stücke ohne Sperrverpflichtung hatten am 1. Januar ein Agio von 1 % zu verzeichnen.

Die innere Lage Rußlands bot Anlaß zu Befürchtungen aller Art. Die Erwartung aber, daß das an Rußland geliehene Geld doch in Deutschland bleiben wird, machte das Geschäft besonders für die großen Kreditinstitute vorteilhaft: sie konnten die Guthaben des russischen Schatzes, „Goldguthaben im Auslande", gegen welche die neuen Emissionen der Kreditbillets in Rußland ohne

---

[1]) Frankfurter Zeitung, 6. Januar 1905, II. Morgenblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 12. Januar 1905, Abendblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 14. Januar 1905, Abendblatt.
[4]) Frankfurter Zeitung, 28. Januar 1905, Abendblatt.

formeller Verletzung des geltenden Emissionsrechtes der Staatsbank gemacht werden konnten, für das eigene Geschäft gebrauchen.

Wie das Übernahmekonsortium gegen alle Eventualitäten sich decken wollte, zeigt uns, daß es die Anwendung einer bisher in Deutschland nicht bekannten Form von Garantiekonsortium, des „underwriting syndicate" der englischen Emissionspraxis für an gebracht hielt.

Die beteiligten Banken übersandten Einladungen zum Eintritt in dieses Konsortium, ohne den Übernahmepreis oder den Emissionskurs zu nennen. Nur wurde gesagt, daß der Emissionskurs sich mehrere Prozent unter pari stellen werde. Die Provision für das Garantiekonsortium beträgt 2 und $^3/_8$ %, wovon $^1/_8$ % für die Führung abgeht, also netto $2^1/_2$ %.[1])

Für die Interventionskäufe sind 10 % des fest übernommenen Teiles von 320 Mill. Mk. bestimmt worden.[2])

Diese Art der Abgabe von Unterbeteiligungen hat keinesweges den allgemeinen Beifall der Kreise gefunden; trotzdem war die Zahl der Angebote ziemlich groß.[3])

Die Begebung ging so befriedigend vor sich, daß das Konsortium die Option auf weitere 176 Mill. Mk. ausgeübt hat.[4]) Die Anleihe ging der hohen Rentabilität wegen nach Frankreich, Belgien und Holland. Dort fiel aber die Zuteilung etwas höher aus, als erwartet war: das führte zur Abschwächung des Kurses. Die Interventionskäufe konnten nicht ausgeführt werden, da das Garantiekonsortium sich bald auflöste.[5])

Die Kursentwicklung dieser Anleihe war folgende: sie war zu 95 % am 12. Januar aufgelegt. Erstmals notiert wurde sie am 18. Januar 1905 zu 96,10 %. Dann ultimo 1905—1910 war der Kurs 91¦; 91,60; 93,20; 96,90; 99,60; 100,75 % (Berlin).[6])

Das Jahr 1905 war ein schweres Jahr für die russische Regierung: sie mußte die Mittel für die weitere Kriegsführung zur Verfügung haben. Der Kriegsbedarf allein hatte in diesem Jahr 982,3 Mill. Rubel betragen.

---

[1]) Frankfurter Zeitung. 3. Januar 1905, Abendblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 14. Januar 1905, Abendblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 6. Januar 1905, Abendblatt.
[4]) Frankfurter Zeitung, 18. Januar 1905, Abendblatt.
[5]) Frankfurter Zeitung, 21. Januar 1905, Abendblatt.
[6]) Die 4 %-ige, auch steuerfreie Anleihe von 1902 hatte zu gleicher Zeit ultimo 1905—1910 82,50; 80,70; 80,00; 83,60; 90,90; 93,80 %.
Saling's Börsenpapiere 1912, Seite 326.

Im Inlande hatten die Emissionen der Kreditbillets im Laufe es Jahres im Betrage von 353,8 Mill. Rbl. stattgefunden und das Emissionsrecht der Staatsbank war fast erschöpft: am 1. Januar 1906 lieben nur 19,0 Mill. Rbl. im freien Goldfonds. Eigentlich bedeutete dies nichts anderes, als daß die Regierung damals die auf Gold beruhende Währung suspendiert hatte, weil nach den Statuten er Staatsbank nicht nur das Gold in den Kassen und Devisen als ie Deckung der Noten betrachtet wird, sondern auch Guthaben im Auslande und die Tratten, die auf ausländische Plätze gezogen nd. Die ausländischen Guthaben können nicht als die Deckung ür die inneren Emissionen der Kreditbilltes angesehen werden, da e als Garantie für die Verpflichtungen Rußlands dem Auslande egenüber daselbst gehalten werden müssen.

Seit Anfang April 1905 ist die Erhaltung der auf Gold beruhenden Währung Rußlands die Triebfeder der russischen Anleihe-Emissionspolitik.

Die Regierung beschloß, mit allen Opfern die mit solcher Mühe ustande gebrachte Währung zu retten. Das Ausland war sich ieser Tatsache ziemlich bewußt und wartete nur, wann die Regierung mit Geldforderungen herantreten würde. Es handelte sich ier um die Stärkung der Guthaben im Auslande.[1])

Eine Depesche aus Petersburg vom 13. April 1905 bekundete ediglich die Ankunft des Bankier Fischel vom Hause Mendelssohn & Co., Berlin, in Petersburg, er sei zur Besprechung mit dem russischen Finanzminister dort eingetroffen und versicherte dabei: „es sei nach nseren Informationen als ausgeschlossen anzusehen, daß es sich ierbei für jetzt um eine neue Anleihe handele, oder überhaupt um Beschaffung weiterer Geldmittel."

Am 25. April ist das Geschäft in den Hauptzügen nach einer ollständig zutreffenden Petersburger Meldung bekannt geworden. Es handelte sich dabei um einen kurzfristigen Vorschuß[2]) in der Höhe von 200 Mill. Mk., den das beteiligte Banksyndikat der ussischen Regierung gegen Sicherstellung durch Schatzwechsel mit neunmonatlichem Ziel zu 5 % Diskont gewährt hatte.[3]) Bekanntlich ollte Frankreich nicht vor Abschluß des Friedens mit Japan Rußland

---

[1]) Frankfurter Zeitung, 15. April 1905, Abendblatt.

[2]) Der gewährte Vorschuss selbst soll zunächst in Deutschland belassen erden und hier somit zur Verstärkung der russischen Guthaben dienen. Frankfurter Zeitung, 27. April 1905, Abendblatt.

[3]) Frankfurter Zeitung, 25. April 1905, Abendblatt.

Geld geben; nun zogen sich die Kriegsoperationen in die Läng
In der Erwartung eines baldigen Friedens wollte Rußland m
kleineren kurzfristigen Anleihen auskommen und als dies anfing, z
teuer zu kommen, wandte es sich an den inneren Markt.

Laut Gesetz vom 10./23. April 1905 sollten 150 Mill. Rb
= 324 Mill. Mk. Schatzwechsel zur Ausgabe gelangen. Nach andere
Meldung war der Finanzminister befugt, sie in einem Betrage bi
zu 200 Mill. Rbl. auf den Markt zu bringen.

Im Gesetz stand nichts über Laufzeit, Verzinsung nnd sonstig
Bedingungen dieser Operation. Daher wurde die Vermutung aus
gesprochen, daß die Wechsel in blanko giriert dem Hause Mendels
sohn übergeben seien und zwar für den Fall, da die Wechsel gege
die abermalige Bezahlung der Provision weiter prolongiert werde
könnten. Die Bedingungen waren neun Monate Laufzeit, 5 % Diskon
und 1 % Provision.[1]) Wenn die sonstigen Spesen $^1/_4$ % ausmache
werden, so stellte sich diese Geldbeschaffung für den Fisku
gegen $6^1/_2$ %.[2])

Die Begebung der 5 % Bons de Tresor in Frankreich im Jahre 190
war für Rußland ein Novum: bisher pflegte Rußland die schwebend
Schuld in Form von Serien der Staatsrentei im Inlande zu plazieren
In diesem Jahre ist ein weiteres Novum geschaffen worden, di
Schatzwechsel wurden im Auslande diskontiert. Der für die russische
Wechsel in Anwendung gekommene Diskontfuß war zweimal so hoch
wie der für die erstklassigen Wechsel der Privaten.

Die Wechsel waren Mitte und Ende Mai ausgegeben und waren
beim Hause Mendelssohn zahlbar; sie verfielen Mitte und End
Februar 1906. An diesem Geschäfte waren Ausländer nicht beteilig
und es waren keine Konsortialbeteiligungen angeboten worden
sondern auf Wunsch wurden den ersten Banken und Firmen einig
Posten abgegeben: „In erster Reihe sind hiernach wohl diejenige
deutschen Banken und Bankhäuser beteiligt, die neben dem Haus
Mendelssohn schon seit längerer Zeit Mitglieder des sogenannte
„Russen-Konsortiums" sind."[3])

Die Banken und Bankhäuser gaben die Wechsel weiter: di
Wechsel sind überall angeboten worden, wo die Pensionen zu er
warten waren. Die Offerten lauteten auf 5 % Diskont und $^1/_2$ %

[1]) Es war unrichtig, daß die Provision 2 % betrüge.
Frankfurter Zeitung, 15. Mai 1905, Abendblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 19. Mai 1905, Abendblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 27. April 1905, Abendblatt.

rovision. So versuchten z. B. die Belgischen Banken die Unterbringung r von Berlin aus offerierten 5% Schatzwechsel.[1])

Am 5. Mai kam aus Paris die Meldung, daß dort enorme sten der neuen russischen Schatzwechsel abgesetzt waren, zuerst t Verfalltermin per 15./28. Februar, dann Ende März.[2]) Nun id die via Berlin im Mai begebenen Schatzwechsel nur in nsion: jede Veränderung auf dem Geldmarkt und jede Beruhigung der Inhaber konnte zur vorzeitigen Heimkehr der echsel Veranlassung geben.

Die weitere Verschlechterung des russischen Staatskredits, die nwendung der Maßnahmen für die Hemmung des Abflusses des ldes aus Rußland, wie z. B. die Forderung des Vorlegens der ktura beim Ankauf von Devisen bei der Staatsbank usw., das sammenschrumpfen der russischen Guthaben im Auslande verlten nicht ihre Wirkung auszuüben: die russischen Staatswechsel ssen nach Berlin zurück.

Die Wechsel aus Paris kamen nach Berlin und wurden zu $^1/_2$% minus 6% p. a. genommen.[3]) Politische Gründe bewogen s französische Publikum, die Pensionsgelder einzuziehen. Die Lage r russischen Kontrahenten schien beängstigend zu sein.

Am 4. Dezember 1905 war Bankier Fischel wieder in Petersburg scheinend, um diese Frage zu besprechen.[4])

Die Folge dieser Besprechung war das Gesetz[5]) über die usgabe von 400 Mill. Rbl. Schatzwechsel mit Garantie der Staatsnk. Das Konsortium erwirkte die Möglichkeit, das Material gebenenfalls weiter an die Staatsbank zur Diskontierung zu begeben. e Diskontierung geschieht zu $5^1/_2$%; die Bankkreise bekommen e Wechsel zu $98^3/_4$%, das heißt, daß der Rediskontierungssatz der ssischen Staatsbank nur um $^1/_4$% des Nominalbetrages höher ist. ie Beträge von dieser Operation mußten von der Staatsbank zur rität Rbl. 100 = Mk. 216 = Frcs. 266,666 ausgezahlt werden. ese Bedingungen galten bis zum 13. Januar 1907.[6])

In dieser Weise hatten sich die Kontrahenten der russischen gierung die Möglichkeit geschaffen, ihre eigenen Portefeuilles rch dieses Material nicht zu überlasten.

[1]) Frankfurter Zeitung, 5. Mai, 6. Mai 1905, Abendblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 9. Mai 1905, Abendblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 27. November 1905, Abendblatt.
[4]) Frankfurter Zeitung, 8. Dezember 1905, Abendblatt.
[5]) Gesetz vom 9. Dezember 1905.
[6]) Frankfurter Zeitung, 28. Dezember 1905, Abendblatt und 30. Dezember 1905, II. Morgenblatt.

Ein Zweites war auch dabei erreicht; die Weiterbegebung vo Schatzwechsel mit einem erhöhten Diskont von $5^1/_2$ % war nur unt der Bedingung der Zurückzahlung von 10 % von Schatzwechse erster Emission gewährt. Die Regierung bezahlte die Wechsel i Betrage von 32,4 Mill. Mk. = 15 Mill. Rbl. schon vor 1. Januar 190

Diese Geldbeschaffung war die unvorteilhafteste; von de seit Mai begebenen 324 Mill. Mk. Wechsel brachten de russischem Fiskus 142 495 535,66 Rbl.[1]) und kostete 7 484 064 Rbl.

Zu gleicher Zeit, Ende Dezember, sind für 20 Mill. Mk. neu Schatzwechsel 8 681 263 59 Mill. Rbl. erzielt worden. Die Spes Stempel und Diskont bildeten in diesem Falle einen Betrag vo 576 737 Rbl. Die erste Geldbeschaffung kostete, Provision un sonstige Spesen ausgenommen, 5,25 % und die zweite 6,64 %. Provisio und sonstige Spesen rechnet die russische Staatskontrolle extra.

Am 1. Januar 1905 waren für 291 Mill Mk. 5 % Schat wechsel im Umlauf. Im Laufe des Jahres 1906 sind in Frankrei neue Wechsel für 267 Mill. Frcs. nom. zu $5^1/_2$ % Diskont verkau worden und in deutscher Währung für 201,9 Mill. neu geschaffe

Andererseits erfahren wir, daß die ersten Petersburger Bank Mitte März 40—50 Mill. Mk. (vielleicht viel mehr) von Schat wechseln aus Berlin übernahmen. Sie leisteten den Gegenwe in Gold, das nach Berlin in 4 Sendungen je 15 Mill. Mk. üb sandt wurde.[3]) Diese Sendungen waren nötig, um den Geldmar der unter der Wirkung der politischen Momente sich zu versteif begann, zu stützen und durch die allgemeine Steigerung des Diskon dem Rückkehr der Wechsel an die Ausgabenstelle möglichst e gegenzuwirken. Gleichzeitig aber waren die aus Deutschland, vi mehr via Berlin gekommenen Wechsel in den russischen Bank gegen inländische Emissionen umgetauscht. Es kam also nic direkt zur Diskontierung bei der Staatsbank in diesem Falle, sonde die Garantie der Privatbanken war dem Auslande genügend; stellte sich heraus, daß die Ende März verfallenen Wechsel nic prolongiert werden konnten; die Banken fanden die Sicherstellu durch die Wechsel des Staates nicht genügend. Die Wechsel Betrage von 60 Mill. Rbl. waren gegen Akzepte und gegen Ba zahlung in Gold an die russischen Banken zediert.[4])

---

[1]) Denkschrift zu dem Jahresbericht der Staatskontrolle 1905, Seite 23.
[2]) Jahresbericht der Staatskontrolle 1905, Seite 7.
[3]) Frankfurter Zeitung, 22., 23., 25. März 1906, Abendblatt.
[4]) Frankfurter Zeitung, 26. März 1906, Abendblatt.

Von den Ende März bis Mitte April im Inlande ausgegebenen hatzwechseln im Betrage von 117,3 Mill. Rbl. hatten 76 Mill. Rbl. chsmonatliches Ziel und 40,7 Mill. Rbl. neunmonatliches. Von esen sind 75 Mill. Rbl. schon im Mai desselben Jahres bezahlt. Die letzten 52,9 Mill. Rbl. der neuen Schatzwechsel wurden Jahre 1907 bezahlt.[1])

Die im Jahre 1906 im Auslande erlösten 222 990 482,51 Rbl. steten dem Fiskus 14 333 591,56 Rbl. Diskont, Spesen, Kommission er 6,4 %.

Die im Jahre 1907 anfangs Januar bezahlten Wechsel brachten 572 381,22 Rbl. Die Geldbeschaffung kostete 3 406 523,78 Rbl. er 6,87 %.[2])

Die Diskontierung der Schatzwechsel im Inlande kostete etwa % weniger als im Auslande; die kurze Zeit im Umlauf gewesenen sten Wechsel noch nach Gesetz vom 10. April 1905, brachten 1 147 250,02 Rbl. und kosteten 1 452 749,98 Rbl. oder 1,96 %. ie neuen Wechsel brachten 39 584 877,78 Rbl. und kosteten 115 123 Rbl. oder 5,3 %.[3])

Der Sinn der ganzen Operation war nur die Stärkung des oldguthabens der russischen Regierung im Auslande; das Inland ußte noch Geld hergeben. Die Geschäfte sind mit dem Gelde gemacht worden, das als Guthaben der russischen Regierung vom rlös der 4½ % Anleihe 1905 im Auslande geblieben war.[4])

An der Begebung der 5 % Anleihe 1906 hatte Deutschland cht teilgenommen. Es war von allen Seiten: aus England, Holland, ußland und Österreich mit Offerten dieser Anleihe überschwemmt orden.

Die 4½ % Anleihe des Jahres 1909 hatte in Deutschland in Interesse gefunden. Die Lage des Marktes war nicht mehr er russischen Werte günstig. Trotzdem sind in Amsterdam und London einige deutsche Zeichnungen eingelaufen.

pitel. VI. Der Londoner und der Amsterdamer Markt und die russischen Anleihen für allgemeine Staatszwecke.

Der Amsterdamer, besonders aber der Londoner Markt haben ir russische Staatsanleihen für allgemeine Staatszwecke viel geringere edeutung als für die Eisenbahnleihen. Der Londoner Markt.

[1]) L' Economiste Français, 2. Februar 1907.
[2]) Jahresbericht der Staatskontrolle 1907, S 62.
[3]) Jahresbericht der Staatskontrolle für das Jahr 1906, Seite 28.
[4]) P. Migulin, Russischer Staatskredit, 1181.

Der heißeste Wunsch der russischen Finanzverwaltung ist, die russischen Staatsanleihen für allgemeine Staatszwecke genau so auf der Londoner Börse eingeführt zu sehen, wie es für die Pariser Börse der Fall ist, und das englische Publikum daran zu interessieren, sie zu halten.

Die russischen Staatsanleihen entsprachen nicht dem Geschmack des englischen Publikums und nachdem die seit 1875 erworbenen 5 % Werte zur Zeit Wischnegradsky's in 4 % konvertiert wurden, stieß das englische Publikum sie nach Frankreich ab und beteiligte sich nicht mehr an russischen Geschäften, soweit sie die Staatsemissionen betrafen. In der späteren Zeit kamen auch politische Momente hinzu: die deutsche Gruppe unter der Führung der Deutschen Bank und die englischen Häuser übernahmen die Finanzierung von Japan, Englands Bundesgenossen, während des Krieges mit Rußland. Und als Rußland im Jahre 1905 an englisches Kapital mit einem Teil der Anleihe herantrat, hatte es einen sehr mäßigen Erfolg. Die im Jahre 1909 aufgelegte Anleihe wurde noch ungünstiger angenommen.

Der Londoner Markt ist aber der reichste Geldmarkt der Welt.[1]) Und diese Tatsache gab der russischen Finanzverwaltung den Ansporn diesen Markt für die russischen Staatsanleihen zu gewinnen.

Die Bemühungen der russischen Finanzverwaltung blieben aber erfolglos; das Interesse des englischen Publikums lag nicht auf dem Markte der Staatswerte überhaupt, der russischen dementsprechend noch weniger; der Markt war reichlich mit erstklassigen heimischen und eigenen kolonialen Werten gesättigt. Erinnern wir uns nur der enormen Emissionen englischer Konsols in der Zeit des Burenkrieges und ansehnlicher Emissionen der britischen Kolonien, welche im Mutterlande ihre Betriebsmittel zu schöpfen pflegen und die Befriedigung des jährlichen Geldbedarfs der Grafschaften, der britischen Kommunalverbände und der Städte.

---

[1]) Der Diskontsatz bewegte sich in London im Laufe der Zeit folgendermaßen (die Zahlen sind Jahresdurchschnittszahlen):

	1892	1893	1894	1895	1896	1897	1898	1899	1900
Diskont der Bank von England . . .	2,59	3,05	2,11	2,00	2,48	2,63	3,25	3,75	3,96
Privatdiskont . .	1,47	2,10	0,97	0,81	1,52	1,87	2,65	3,29	3,70

	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910
Diskont der Bank von England	3,72	3,33	3,75	3,30	3,01	4,27	4,93	3,01	3,10	3,71
Privatdiskont	3,20	2,90	3,40	2,70	2,66	4,05	4,53	2,31	2,28	3,17

Nach Esslen, Die Konjunktur und der Geldmarkt, T. 46, Rießer, Die deutschen Großbanken, 4. Aufig., Seite 137.

Das Interesse des englischen Publikums lag, wie es an anderer elle schon hervorgehoben wurde, auf dem Markte der Eisenbahn- nd Industriewerte.

Einige Belege dafür liefert uns die Statistik des Londoner conomist über die Kapitalanlage.

Für das Jahr 1903 z. B. war der Bedarf der Industrie und er Eisenbahnen £ 50,9 Mill., die Anleihen fremder Staaten bildeten 8,6 Mill. Für das Jahr 1908 sind die Beanspruchungen des apitalmarktes folgende: £ 126,8 Mill. für Industrie und Eisen- ahnen und £ 24,5 Mill. für die Anleihen der fremden Staaten.[1])

Die erste russische Anleihe, die seit 1875 überhaupt auf den nglischen Markt kam, war die $3^1/_2$ % Anleihe des Jahres 1894, elche unter der Führung des Hauses M. M. de Rothschild frères nter der Mitwirkung des Londoner Hauses N. M. Rothschild & Sons n Betrage von £ 3 Mill. zur Subskription aufgelegt wurde.[2])

Die Anleihe war keine Anleihe für allgemeine Staatszwecke; e sollte für die Einlösung von 5 % Obligationen der verschiedenen isenbahngesellschaften, deren Linien vom Staate übernommen aren, dienen.[3])

Die seit langen Jahren nicht gemachten Versuche, das eng- sche Kapital zur Befriedigung der Staatsbedürfnisse des russischen taates heranzuziehen, wurden im Jahre 1906 wieder aufgenommen. ußland wollte unter allen Umständen der neuen Anleihe einen nternationalen Markt verschaffen, unter anderem bewogen durch

---

[1]) Statistik der Kapitalanlage in England:

Emissionen in England nach Londoner Economist

	1903	1904	1905	1906	1907	1908
nleihen d. engl. Regierung, Städte u. Grafschaften . .	12 520,5	22 302,8	23 278,4	8 800,7	6 698,7	10 914,8
nleihen d. brit. Kolonien und fremden Körperschaften .	36 452,4	21 518,2	18 582,3	8 180,1	17 171,6	30 016,0
Zusammen	48 973,2	43 820,0	41 860,7	16 980,8	23 870,3	40 930,8
nleihen fremder Staaten	8 633,8	29 969,7	35 389,3	23 181,6	20 976,3	24 510,6
dustrie und Eisenbahnwerte . . .	50 855,7	49 228,0	89 937,4	80 010,8	78 783,4	126 762,3
Darunter: it. Kolon. u. fremd. Eisenb.	14 443,5	17 843,4	42 109,9	29 502,8	29 718,0	74 651,3

[2]) Les marchés financiers en 1894—95 par Arth. Raffalovich, Paris. p. 41

[3]) Handbuch für Inhaber russischer Fonds, 1911, Seite 86.

die Bequemlichkeit auf dem Londoner Markt Interventionskaufe auszuführen.

Bis zu dieser Zeit war der englische Besitz an russischen Staatsanleihen geringfügig.

Nach dem Ausbruch der Revolution wurde der Frankfurter Zeitung aus London mitgeteilt, daß ein Umsturz in Rußland englische Verhältnisse direkt nicht berühre; England aber durch die lebhaften Wechselbeziehungen zu Frankreich in Mitleidenschaft gezogen werden könne, da der französische Besitz an russischen Staatswerten sehr hoch ist.[1])

Als sich das Gerücht verbreitete, es solle eine russische Anleihe auf dem Londoner Markte untergebracht werden, mahnte der Londoner Economist: „das Publikum solle standhaft auf der lange eingenommenen, weisen Fernhaltung von russischen Anleihen beharren".[2])

Die 5 % Anleihe von 1906 kam auf den Londoner Markt im Betrage von 350 Mill. Frcs. Nach einer aus Petersburg eingegangenen Meldung sind die Zeichnungen in London in den ersten Tagen sehr spärlich gewesen. Auf der Börse ging das Agio allmählich auf $^1/_8$ % zurück. Die Überzeichnung wurde nur mit Hilfe von Interventionszeichnungen der französischen Banken zustande gebracht.[3]) Der alte Geschäftsfreund der russischen Regierung, das Haus Baring Brothers & Co., Limited führte das Geschäft aus.[4])

Nach einer Darstellung in der Publikation „Les marchés financiers" hatte dieses Geschäft einen viel befriedigenderen Verlauf, als das aus den Schilderungen aus Petersburg hervorgeht. Die Anleihe sei in London mit 3 % Prämie gehandelt worden.[5])

Die Pariser Zeitschrift „L'Economiste Francais" von P. Leroy-Beaulieu herausgegeben, die die Interessen der Gläubiger des russischen Staates zu wahren weiß, glaubte melden zu können; daß:

„La portion du nouveau emprunt russe destinée à la place de Londres parait devoir être souscrite avec la plus grande facilité. L'accueil favorable, que lui a fait la presse est tout a fait remarquable".[6])

---

[1]) Frankfurter Zeitung, 28. Januar 1905, II. Morgenblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 25. April 1906, Abendblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 27. April 1906, Abendblatt.
[4]) Les Marches financiers en 1906—07 par Arth. Raffalovich, Paris, p. 823.
[5]) Les Marches financiers en 1906—07 par Arth. Raffalovich, Paris, p. 93.
[6]) L'Economiste Francais, 21. April 1906.

„Le succès de l'emprunt russe ici, c'est à dire de la portion e cet emprunt reservée à la place de Londres, doit être considéré omme très réel et très significatif. . . . . ".[1])

In diesem Fall war das erstemal bei der Zulassung zum örsenhandel der Grundsatz geübt, daß nur die Teilbeträge, die in nem Lande zur Zeichnung aufgelegt waren, an dessen Börse zu- elassen worden sind. So sind z. B. in London die Serien 274—339 otiert. Praktisch ist das nichts anderes, als daß diese Anleihe tatt einen internationalen Markt zu haben, eine Reihe von lokalen Märkten hat, was selbstverständlich nicht gleichwertig ist.

Ein weiteres Geschäft auf dem Londoner Markte war die Be- ebung eines geringen Teiles der $4^1/_2$ % Anleihe des Jahres 1909. Rußland wollte die Anleihe auch in London aufgelegt sehen. Die Banken waren aber noch unter dem Eindruck einer sehr kühlen Auf- ahme der Anleihe des Jahres 1906[2]) und beteiligten sich mit einem ehr geringen Beträgen an der Unterbringung.

Von dieser Anleihe sind in London £ 5 955 000 = 150 Mill. rcs. zur Parität 187,50 Rbl. = 19,17 Pf. Strlg. aufgelegt worden.

Von 1 400 Mill. Frcs. sollten 900 Mill. Frcs. gegen 5 % Schatz- ons des Jahres 1904 umgetauscht werden; von den restlichen 00 Mill. Frcs. übernahm also das Londoner Haus Baring mehr ls ein Drittel.

Der gewünschte Erfolg blieb aus: die Zuteilung ist zu hoch usgefallen. Die Zeichner, die 2—3 % zu bekommen glaubten, hatten 5—50 % bekommen. Und trotzdem, daß durch die Forderung er hohen Anzahlung die Beteiligung der Spekulation erschwert erden sollte, war sie sehr bedeutend. Am 25. Januar sind die Zuteilungsbriefe per Kassa mit einem Disagio von $^1/_4$ % gehandelt vorden.

Der Preis der Anleihe „per special settlement" war auf $^1/_8$ % Disagio gewichen.[3])

Rußland bezahlte für diese Anleihe bekanntlich die Zinsen ür das ganze Jahr 1909[4]) voraus und eine Provision von $4^1/_2$ %.

Zu gleicher Zeit kontrahierte Finnland eine Anleihe von 0 Mill. Frcs. und erlöste $89^1/_4$ % — Rußland aber $85^1/_2$ %, den

---

[1]) L'Economiste Francais, 5. Mai 1906.
[2]) Frankfurter Zeitung, 25. April 1909, Abendblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 25. April 1909, Abendblatt.
[4]) Stenographische Berichte der Budget-Kommission der Reichsduma, Druck- che 29, S. 4. III. Duma, 2. Legislativperiode.

französischen Stempel abgezogen [1]) $83^1/_2$ % — und zahlte dabei eine Provision von $2^3/_4$ %.

So ungünstig war der Augenblick für den Anschluß einer Anleihe, so tief war der Sturz des russischen Staatskredits und so sehr war die englisch-französische Gruppe ihrer herrschenden Position bewußt: [2]) Die Anlagesuchenden warteten auf die Zeit der Konsolidation der russischen Kriegsschulden. Als der Verfalltag der 5 % Schatzbons gekommen war, war es nicht möglich, bessere Bedingungen zu erzielen, besonders wenn die Wirkung des lebhaften Emissionsgeschäftes auf dem Markte der Industrie- und Transportwerte sich in einer entgegengesetzten Richtung geltend machte.

Der Amsterdamer Markt.

Von den russischen Anleihen für allgemeine Staatszwecke hat Holland Teile von älteren Anleihen und seit 1904 auch von neueren, da es der alten Gewohnheit folgend [3]) bei den sinkenden Preisen der Jahre 1904—1906 seinen Besitz an russischen Werten vergrößerte.

Anlagepapiere des holländischen Publikums sind einige Anleihen, die durch die Vermittlung des Hauses Hope & Co. emittiert wurden und die Eisenbahnprioritäten und verschiedene Gattungen der daraus entstandenen Eisenbahnanleihe.[4]) Ein anderes Land, das die Papiere gern hält, ist Deutschland. Beide Länder gehen in diesen Geschäften immer zusammen. Anläßlich der $4^1/_2$ % Anleihe des Jahres 1909 für die ein internationaler Markt geschaffen wurde, war der Wunsch ausgesprochen worden, es sei wünschenswert für die Eisenbahnprioritäten, die bekanntlich in Deutschland und Holland gehandelt werden, einen internationalen Markt zu schaffen.[5])

Amsterdam nahm Teil an der Unterbringung der „deutschen Anleihe" des Jahres 1905.

Die Anleihe war am 12. Januar 1905 zu Fl. 588, für je Mk. 1000 nom. zur Parität: Rbl. 1 = Fr. holl. 0,60 aufgelegt[6])

---

[1]) Les Marchés financiers en 1908—09 par Arth. Raffalovich. Paris.

[2]) Siehe Rede des Finanzministers Kokowzow, Anhang IV.

[3]) Frankfurter Zeitung, 10. Januar 1905, I. Morgenblatt.
Bei der Konversion der 5 % Orientanleihen und 5 % Bankbillets waren in Holland im Jahre 1894 zur Konversion 5,8 Mill. Rbl. angemeldet. Frankfurter Zeitung, 15. Mai 1894, Abendblatt.

[4]) Frankfurter Zeitung, 11. Juni 1905, II. Morgenblatt.

[5]) Frankfurter Zeitung, 20. Januar 1909, Abendblatt.

[6]) Frankfurter Zeitung, 12. Januar 1905, I. Morgenblatt.

Diese Einführung diente lediglich dazu, daß dadurch der Anihe ein Markt mit günstigeren Verhältnissen als in Deutschland eschaffen werden sollte.[1])

In holländischen Händen blieb von dieser Anleihe nicht viel. Die Frankfurter Zeitung glaubte anläßlich der Annäherung es Kündigungstermins dieser Anleihe sagen zu können, daß der anze Betrag von 500 Mill. Mk. sich in deutschen Händen befindet.[2])

Holland beteiligte sich an der Ausgabe von 5 % Anleihe des ahres 1906. Am Tage der Veröffentlichung des Prospekts wurde ie kommende Anleihe mit $2^1/_2$ % Agio gehandelt. In folgenden agen ging das Agio auf 1% zurück.[3])

An der Begebung der $4^1/_2$ % Anleihe des Jahres 1909 beteiligte ch Holland mit einem geringen Betrag von 30 Mill. Rbl. Hier, ie in London, war die Zuteilung über das Erwarten des Publikums roß. Sie betrug 20 %. Infolge dessen wich der Kurs auf den missionspreis.

Die holländischen Inhaber der 5 % Bons bekommen die Stücke us der französischen Quote. Es hat sich hier infolgedessen eine arge von $^{11}/_{16}$% zwischen den französischen und holländischen nterimsscheinen herausgebildet.[4])

apitel VII. Die russischen Staatsanleihen auf dem inneren Markte.

Der innere Markt gewinnt mit der Zunahme des Wohlstandes der russischen Bevölkerung an Bedeutung. Wie die Anmerkung 1 eite 14 zeigt, sind die Hauptarten von Anleihen, die auf dem nneren Markte gehandelt werden: 4 % Rente I. Prämienanleihe, I. Prämienanleihe, andere Kreditanleihen (Goldanleihen ausgenommen) nd seit 1906 ein Teil der 5 % Staatsanleihen. Nach den Ermittlungen der Budgetkommission der Reichsduma belief sich die uote der russischen Staatsanleihen, die bei der Staatsbank oder en Staatsbankfilialen und Renteien deponiert sind, für die 4 % Rente n Jahre 1900 auf 69,8 % der Gesamtmenge, die zu damaliger Zeit im mlauf war. Die Quote nahm ständig zu und erreichte im Jahre 1908

Die allgemeine Lage d. inner. Marktes.

[1]) En Allemagne, la Legislation sur le burses a transféré bien des opération Londres, à Bruxelles, à New-York; l'impôt allemand sur le recouponnement des tres ne manquera pas d'avoir sa repercussion, l'en comprend que l'instalation une succursale de la Deutsche Bank à Bruxelles ait produit de l'emoi. M. F. 1909. eite 2.

[2]) Frankfurter Zeitung, 20. Januar 1909, Abendblatt.

[3]) Frankfurter Zeitung, 26. April 1906, Abendblatt.

[4]) Frankfurter Zeitung, 29. Januar 1909, Abendblatt.

77,8 %. Das Jahr 1909 brachte einen kleinen Abfluß der Rente Die Quote sank auf 76,9 %. Für die Prämienanleihe betrug di Zunahme im Laufe von 10 Jahren 10,1 %: von 48,4 % stieg de Anteil der inländischen Inhaber dieses Papieres auf 58,5 %. Ähnlich Steigerung erfuhr auch die zweite Prämienanleihe, die sonstigen Kreditanleihen haben kaum zugenommen. Von der $4^1/_2$ % Anleih des Jahres 1905 ist 35,6 % im Inlande deponiert worden, von de 5 % Anleihe des Jahres 1906 der Gesamtbetrag von 19,5 % un von der 5 % inneren Anleihe 78,5 %.

Die im Auslande bebachtete Erscheinung des Abflusses de russischen Kreditanleihe nach Rußland — eine bekannte Erscheinun „Heimweh der Staatsfonds" — blieb, sobald Voraussetzungen fü diese Erscheinungen gegeben waren, auch für russische Anleihe nicht aus.

Die Zunahme des Wohlstandes der russischen Bevölkerun und die zunehmende Lebhaftigkeit des Verkehrs hat in den letze Jahren der Periode, welche meine Arbeit umfaßt, ihren Höhepunk gehabt. Eine Flut im russischen Wirtschaftsleben ist auch in de letzten Jahen des neunzehnten Jahrhunderts bemerkbar.

Der Goldfonds der Staatsbank erfuhr im Laufe der Zeit vo 1894—1910 einige Schwankungen.

Die Höhe des Goldfonds betrug am 1. Januar 1890 475,2 Mil Rubel. Am 1. Januar des Jahres 1894 bildete er einen Betra von 894,8 Mill. Rbl. Die Ansammlung des Goldfonds, die in de Zeit der Amtstätigkeit des Finanzministers Bunge ihren Anfan hatte, ist durch dessen Nachfolger Wyschnegradskij und v. Witt eifrig weiter betrieben worden. Der Zweck der Ansammlung wa die Möglichkeit zu der Goldwährung überzugehen und dann di Kanäle des Geldverkehrs mit dem harten Gelde zu füllen, — ein Reform des Geldwesens — die umsomehr für Rußland von Bedeutun war, weil es große Beträge der Staatsanleihen und der Eisenbahnschulde in fremder Währung oder mit einer festen Parität abgeschlosse hatte, was die größte Schwierigkeit für die Erhaltung des Rubelkurse auf einem entsprechenden Niveau bei den enormen Zahlungen de Staates bot.

In dieser Zeit vor der Münzreform ist viel Wert auf di günstige Gestaltung der Deckungsverhältnisse der Staatsbank geleg worden. Die Hilfe der russischen Staatsrentei der Bank von Englan bei der Krise, die im Jahre 1890 durch die Schwierigkeiten i

chen des Hauses Baring & Co., Limited hervorgerufen war, sollten gen, daß die russische Staatsrentei reichlich Gold hatte.[1])

Die Klemme der Berliner Börse im Oktober 1895, die durch e Forderung der russischen Regierung der Erfüllung der eingangenen Engagements zu dem Zeitmarkte der russischen Banken hervorgerufen war, war eine Machtprobe der russischen Regierung, die allerdings große Mittel erforderte und mit einem Siege r russischen Regierung endete.[2])

Der Weg zu dem Münzgesetz vom 7./19. Juli 1899 ist durch geebnet worden.

Der Goldfonds der Staatsbank zu dieser Zeit hatte eine enorme öhe erreicht; er stand am 1. Januar des Jahres 1898 mit 184614 Tausend Rubel zu Buch.

Am 1. Januar 1904 ist die Höhe des Goldfonds 909,1 Mill. Rbl., 1 1. Januar 1905 1031,6 Mill. Rbl. und im Jahre 1906 926,5 Mill. Rbl. ie Zunahme der Jahre 1904, 1905 und 1906 muß auf die Zunahme er Goldguthaben der Staatsbank bei den Korrespondenten im Auslande zurückgeführt werden. Die Erlöse der in dieser Zeit im Auslande geschlossenen Anleihe blieben dort auf dem Konto der ussischen Regierung bei den Korrespondenten.

Die weitere mächtige Zunahme des Goldfonds ist der durchaus atürlichen Entwicklung des Landes nach dem verlorenen Kriege zuschreiben. Der Fond nahm im Jahrfünft 1906—1910 um 23,7 Mill. Rbl. zu und betrug am 1. Januar 1911 1450,3 Mill. Rbl.[3])

[1]) „En 1890 la Russie a pu offrir son concours à la Banque d'Angleterre rs de la crise Baring et mettre 1 500 600 Pf. Strlg. en or à sa disposition."
L'Economiste Français, 6 janv. 1897. p. 72. I.

[2]) Über diese schlimme Oktober-Regulierung an der Berliner Börse im Jahre 95 erzählte anläßlich der Besprechung des Getreide-Termin-Handels Unterstaatssekretär Rothe im Reichstag: Die russische Regierung hatte im September Noten 219 „um effektiv zu empfangen" angekauft Am Tage der Lieferung aber verlgte die Spekulation nicht über Noten in nötiger Menge. Es war in üblicher eise ein Regulierungskurs von 234 festgesetzt. Da die Rubel nicht am Platze ren und der russische Finanzminister nach diskretionärem Ermessen die Differenz stimmen konnte, konnte auch ein Kurs von 254 angenommen werden.
Nach Frankfurter Zeitung, 4. Mai 1896, Abendblatt.

[3]) „Gold in Rußland und im Auslande", 1890 - 1911.
Stand am 1. Januar in Tausenden Rubel

1890	475 185	1898	1 184 614	1905	1 031 567
1891	575 794	1899	1 007 979	1906	926 500
1892	642 158	1900	843 035	1907	1 190 614
1893	851 838	1901	737 394	1908	1 169 117
1894	894 841	1902	709 452	1909	1 220 056
1895	911 563	1903	769 166	1910	1 414 592
1896	963 780	1904	909 060	1911	1 450 297
1897	1 095 471				

Jahresbericht der Staatsbank 1910, S. 52.

Wenn die Höhe des Goldvorrats einer Emissionsbank für d Bewertung der ausländischen Wechsel von Wichtigkeit ist, so zei uns die im Umlauf befindliche Menge der Kreditbillets die Le haftigkeit des Verkehrs im Lande.

Am 1. Januar 1890 waren für 928,4 Mill. Rbl. Kreditbille im Umlauf; am 1. Januar 1894 erreichten dieselben eine Hö von 1 071,9 Mill. Rbl. Seit dem Jahre 1897 sank der Betrag d im Umlauf befindlichen Kreditbillets bis zu 491,1 Mill. Rbl. a 1. Januar 1900. Dann bewegten sich die Beträge der im Umla befindlichen Kreditbillets vom Jahre 1900 bis 1. Januar 1904 u 500 Mill. Rbl. Im Laufe des Jahres 1904 und 1905 erfährt d Menge der im Umlauf befindlichen Kreditbillets eine mächtige Z nahme von 729,1 Mill. Rbl. Seit dem 1. Januar 1906 bis zu 1. Januar 1908 bewegte sich der Betrag der emittierten Kred billets zwischen 1 207,5 und 1 154,7 Mill. Rbl. Vom 1. Januar 19 an nimmt die Menge der im Umlauf befindlichen Kreditbille ständig zu, eine Erscheinung, die wohl durch das Bedürfnis v

---

Über die Zusammensetzung des Goldfonds der Staatsbank gibt uns folgen Tabelle für die Zeit 1906—1910 interessanten Aufschluß.

Am 1. Januar in Mill. Rbl.	1907	1908	1909	1910	191
Russ. Goldmünze					
neuer Prägung . . .	507,6	527,6	589,0	569,2	51
alter Prägung	0,9	1,4	1,1	3,9	
Assignowki auf's Gold . .	15,1	17,5	10,8	26,9	2
Goldbarren	256,1	291,8	367,7	446,2	55
Ausländische Münzen . .	110,0	110,1	110,3	127,3	14
Ausländische Banknoten . .	0,2	0,1	0,1	0,1	
Zusammen im Inlande	889,9	948,5	1 079,0	1,173,6	1 27
Im Auslande					
Tratten und Schecks auf ausländische Plätze . .	2,2	4,1	0,6	1,1	
Guthaben im Auslande (Gold bei Bankiers im Auslande)	298,5	216,5	140,4	239,9	21
	300,7	220,6	141,0	241,0	21
Davon abzuziehen					
Ausgegang. Tratten . . .	0,1	0,8	—	0,1	
Zusammen im Auslande	300,6	219,8	141,0	241,0	21
Total des Goldfonds	1 190,5	1 168.3	1 220,0	1 414,5	1 45

Nach dem Jahresbericht der Staatsbank, 1910, Seite 9.

ungsmitteln bei der zunehmenden Lebhaftigkeit der Verkehrs rsacht ist.[1])

Die Zunahme bezw. Abnahme der im Umlauf befindlichen ge aller Zahlungsmittel (Goldmünzen, Silber und Kreditbillets) fünf letzten Jahre zeigt uns, daß von den 518,4 Mill. Rbl., die Jahre 1905 dem Verkehr zugeführt waren, 419,0 Mill. Rbl., im e der Jahre 1907—1909 dem Verkehr wieder entzogen worden

Das Gold im Verkehr nimmt absolut seit dem Jahre 1906 dig ab; von 837,8 Mill. Rbl. bis zu 561,1 Mill. Rbl. am 1. Januar ; dann steigt der Betrag des im Verkehr befindlichen Goldes zu 641,7 Mill. Rbl. am 1. Januar 1911.[2])

---

[1]) „Die im Umlauf befindlichen Kreditbillets" am 1. Januar in Tausenden Rubel.

		Nicht ausgenütztet Emissionsrecht in Tausenden Rbl.			Nicht ausgenütztes Emissionsrecht in Tausenden Rbl.
1890	928 426		1901	554 979	482,5
1891	907 416		1902	542 409	567,0
1892	1 054 805		1903	553 547	515,6
1893	1 074 081		1904	578 433	630,6
1894	1 071 868	122,9*	1905	853 713	477,8
1895	1 047 681	163,9	1906	1 207 485	19,0
1896	1 055 305	208,4	1907	1 194 556	295,9
1897	1 067 901	327,6	1908	1 154 705	313,6
1898	901 026	583,6	1909	1 087 134	432,9
1899	661 839	646,2	1910	1 173 785	540,7
1900	491 163	651,8	1911	1 234 456	515,8

Jahresbericht der Staatsbank, 1910, Seite 52.

* Die Vorschriften über die Deckung der Kreditbillets gelten seit dem Jahre Ich rechnete das nicht ausgenützte Emissionsrecht für die Jahre 1894 bis in der Annahme, als ob für diese Zeit die heute wirksamen Vorschriften ten hätten: 300 Mill. Rbl. ungedeckte Kreditbillets und sonstige sollten indig gedeckt werden

[2]) Die „Gesamtmenge der Geldzeichen" (Gold, Silber und Kreditbillets im uf).

1. Januar		Gold	Silber	Kreditbillets	zusammen	+ Zunahme — Abnahme pro Januar
		im Jahrfünft 1906—1910 in Mill. Rbl.				
06	Absolut	837,8	133,4	1 207,5	2 178,7	+ 518,4
	in %	38,5	6,1	55,4	100,0	
07	Absolut	641,9	119,8	1 194,6	1 956,3	— 222,4
	in %	32,8	6,1	61,1	100,0	
08	Absolut	622,4	119,6	1 154,7	1 896,7	— 59,6
	in %	32,8	6,3	60,9	100,0	
09	Absolut	561,1	110,5	1 087,1	1 758,7	— 138,0
	in %	31,9	6,3	61,8	100,0	
10	Absolut	580,9	112,5	1 173,8	1 867,2	+ 108,5
	in %	31,1	6,0	62,9	100,0	
11	Absolut	641,7	115,9	1 234,5	1 992,1	+ 124,9
	in %	32,2	5,8	62,0	100,0	

Jahresbericht der Staatsbank 1910, Seite 11.

Der wirtschaftliche Aufschwung des Landes nach dem Krie tritt uns klar aus der mittleren Höhe der Eingänge des Kontokorre (samt Konto des befristeten Depots) entgegen. Im Jahre 19 waren die Durchschnittseinzahlungen auf einem Konto 197,9 Tause Rbl. Die Geschäfte hatten infolge der Begebenheiten am Ende Jahres 1906 eine gewisse Verlangsamung erfahren. Im Jahre 19 war die mittlere Höhe etwas niedriger; 184,9 Tausend Rbl., stiegen die mittleren Beträge von 220,8 Tausend im Jahre 1908 zu 275,8 Tausend Rbl. im Jahre 1909 und 355,6 Tausend R im Jahre 1910.[1])

Die Privatbanken hatten in den letzten Jahren reichlich eige Mittel für den Diskont der Platzwechsel. Im Jahre 1907 hat sie bei der Staatsbank rediskontiert: Platzwechsel für 124,1 Mill. R im Jahre 1910 nur für 74,1 Mill. Rbl. Demgegenüber ist diskontierung der Wechsel auf die auswärtigen Plätze (Versa wechsel) stark gewachsen: von 97,5 im Jahre 1906 auf 194,3 M Rbl. im Jahre 1910.

Als bequemstes Mittel für die Geldbeschaffung fanden die Priv banken durch niedrige Zinssätze im Jahre 1910 begünstigte Operati der Staatsbank: Spezialrechnung mit Sicherstellung durch Hint legung der Wechsel (on call-Darlehen). Die Staatsbank hat diesem Jahre an die Privatbanken 1305,8 Mill. Rbl. von dies Konto ausbezahlt. Für uns sind aber nicht nur die Entwicklu der Darlehensoperation der Staatsbank von Wichtigkeit, sond auch die Schnelligkeit des Umsatzes in jeder Art des Geschäfts Staatsbank. Erfreulicherweise enthält der nach dem neuen Sche zusammengestellte Bericht für das Jahr 1910 auch einiges darü Die zunehmende Lebhaftigkeit des Verkehrs im Lande tritt uns bei Betrachtung der Beanspruchung der Staatsbank durch die Privatban besonders klar hervor. Im Jahre 1906 hatten die Privatban das bei der Staatsbank geliehene Geld 26 Tage lang; am E

[1]) „Befristete Deposita und Kontokorrenteinlagen".

	1906	1907	1908	1909	1910	
Zahl der Konti . .	55 397	61 074	57 020	53 731	49 161	
Eingegangen . . .	10 985,0	11 296,2	12 591,4	14 819,9	17 483,7	Mill.
pro Konto	197,9	184,9	220,8	275,8	355,6	Taus.

Jahresbericht der Staatsbank 1910, Seite 22.

Jahrfünfts sind es durchschnittlich nur 15 Tage. Das muß als ein schritt des Wirtschaftslebens angesehen werden.[1])

Wenn wir beachten, daß die Diskont- und Darlehens-Tätigkeit Staatsbank im Laufe dieser Zeit fast um 2 Milliarden Rbl. auf illiarden gewachsen ist, der Gesamtumsatz der Bank aber um Milliarden auf 168,3 Milliarden, so können wir leicht eine Vor- ung des wirtschaftlichen Aufschwunges des Landes am Ende rer Periode gewinnen.[2])

Die mittlere Höhe des Betrages der bei der Staatsbank ontierten Wechsel ist auch im Laufe dieser Zeit herabgesunken: 487 Rbl. im Jahre 1906 auf 351 Rbl. im Jahre 1910, was eine Besserung der wirtschaftlichen Verhältnisse deutet.

Besonders anschaulich ist dies, wenn wir die Durchschnitts- en für einzelne Bezirke betrachten werden. So z. B. ist für e Residenzen ein ständiges Fallen dieser mittleren Größe fest- ellen: von 982 im Jahre 1906 auf 580 im Jahre 1910. Das che gilt für den Kleinrussischen und südwestlichen Rayon, die mittleren Beträge der bei der Staatsbank diskontierten chsel von 1 426 Rbl. auf 636 Rbl. im Jahre 1910 fielen.. Dem- enüber sind die entgegengesetzten Erscheinungen in dem süd-

---

[1]) Die Beanspruchung der Staatsbank von Seiten der Privatbanken.

	1906	1907	1908	1909	1910
			in Millionen Rubel		
skondierte Platzwechsel	106,4	124,1	78,8	80,8	74,1
värtige Wechsel . . .	97,5	114,0	117,7	141,9	194,3
hsel überhaupt: . . .	203,9	238,1	196,5	221,7	268,4
call mit S. d. Wechsel	810,7	922,5	659,1	640,0	1 305,8
all mit S d. Wertp. .	128,2	134,1	124,0	100,3	272,0
Gesamtbeanspruchung d. Priv.-Bank	1 169,9	1 331,2	1 015,7	989,5	1 892,8
Dauer der Benützung s Geldes. Tage . .	26	19	20	19	15

Jahresbericht der Staatsbank 1910, Seite 14.

Nach der summarischen Bilanz der russischen Aktienbanken war Diskont- ation: 1908 620,4 Mill. Rbl., 1909 726,2 Mill. Rbl.

Torgow-Promyschlennaja Gaseta, 1910,5 jan.

[2]) Diskont- und Darlehens-Tätigkeit. Der Umsatz der Bank.

Umsätze:	Millionen Rubel	Milliarden Rubel
1906	5 141,8	151,3
1907	5,155,6	145,7
1908	4,684,8	148,5
1909	4,848,3	162,3
1910	7,049,8	168,3

Jahresbericht der Staatsbank 1910, Seite 14.

östlichen Rayon Rußlands, wo die Wirtschaftsverhältnisse nicht so günstig lagen, festzustellen; die mittlere Höhe der Valuta stand fast unverändert im Jahre 1906 auf 1,129 und im Jahre 1910 auf 1,035 Rbl.

Ebenso bietet Sibirien ein ähnliches Bild. Die mittleren Höhen der Valuta sanken aber langsamer von 1,459 Rbl. bis auf 1,085 Rbl. im Jahre 1910.[1])

Die mittlere Laufzeit der Wechsel ist auch herabgesunken. Im Jahre 1906 war sie für den Platzwechsel 128 Tage, am Ende des Jahres 1910 betrug dieselbe nur 110 Tage. Für Versandwechsel waren die entsprechenden Daten folgende: 1906 71 Tage und 1910 55 Tage. Die kürzeste Laufzeit hatten die Darlehen auf „Spezialrechnungen durch die Wechsel sichergestellt." Von 15 Tagen im Jahre 1906 sanken sie bis zu 8 Tagen im Jahre 1910. Bei solchen mit Sicherstellung durch Wertpapiere sind die mittleren Beanspruchungen der Mittel der Staatsbank von längerer Dauer; von 139 Tagen im Jahre 1906 sind sie nicht unter 54 Tage im Jahre 1910 herabgegangen.

Das Lombardgeschäft zeigte noch eine Rückständigkeit des russischen Wirtschaftslebens: die ansehnlichen Umsätze[2]) bei der

---

[1]) Mittlere Höhe der Valuta der bei der Staatsbank diskontierten Wechsel:

	in Rubel				
	1906	1907	1908	1909	1910
Für ganz Rußland . . .	487	461	400	348	351
Residenzen	982	859	703	596	580
Kleinrußland u. Süd-Westen	1 126	1 389	1 126	688	636
Süd-Osten	1 129	1 022	1 025	1 084	1 035
Sibirien	1 459	1 403	1 104	1 061	1 085
Kaukasus	655	593	596	537	552
Nord-Westen	259	252	230	219	222
Weichselgebiet usw. . . .	229	222	192	182	187

Jahresbericht der Staatsbank 1910, Seite 19.

[2]) Es war im Laufe des Jahres ausbezahlt:

	Millionen Rubel				
Art der Operation	1906	1907	1908	1909	1910
Spez. Rechnung d. Wechsel sichergestellt	821,5	930,7	683,9	661,9	1 346,2
Spez. Rechnung d. Wertpap. sichergestellt	314,1	310,6	262,6	222,6	422,6
Lombard. d. Waren . . .	101,2	104,5	103,8	124,3	185,2

Jahresbericht der Staatsbank 1910, Seite 13.

ombardierung der Effekten sind von 438—381 Tage Dauer. Bei er Lombardierung der Waren 116—97 Tage.[1])

Die protestierten Wechsel bildeten 1,97 — 3,79 % der Gesamtsumme der Diskontierten und davon mußte im Jahre 1906 für 375 Tausend Rbl. durch Gewinn gedeckt werden, im Jahre 1910 aber nur für 896 Tausend Rbl.[2])

Der Diskont hatte im Laufe dieser Zeit den höchsten Stand im Jahre 1906: für Dreimonatswechsel betrug er 8 %. Seit dem 1. September alten Stil war bis zu Ende unserer Periode ein Satz von $4^1/_2$ % in Anwendung.[3]) Dies zeigt die wesentliche Besserung

[1]) Die mittlere Dauer der Aufwendungen der Staatsbank für die verschiedenen Darlehensgeschäfte, in Tagen:

Wechseldiskont	1906	1907	1908	1909	1910
Platzwechsel	128	111	138	131	110
Auswärtige Wechsel . .	71	60	60	57	55
Bez. Rechnung d. Wechsel sichergestellt	15	11	14	12	8
Bez. Rechnung d. Wertpap. sichergestellt	139	128	125	108	54
Lombard. v. Wertpapieren	389	438	399	384	381
Lombard. v. Waren . . .	116	97	106	106	110

Jahresbericht der Staatsbank 1910, Seite 17.

[2]) Es sind Wechsel protestiert worden (in Tausenden Rubel):

Absolut	24 413	14 283	19 547	29 458	30 246
% zur Gesamtsumme der Diskont	3,68	1,97	2,70	3,79	3,24
	Durch den Gewinn davon gedeckt:				
	4 375	1 639	2 146	2 739	896
%	0,67	0,23	0,30	0,36	0,10

Jahresbericht der Staatsbank 1910, Seite 27.

[3]) Diskont der Staatsbank für die Dreimonatwechsel:

	% für Spezialrechnung auf Wechsel in Klammer		
1906	9. Januar	4. April	23. April
Diskontsatz	8 % ($8^1/_2$ – 9 %)	$7^1/_2$ % (8—$8^1/_2$ %)	7 % ($7^1/_2$—8 %)
Anzahl d. Tage d. Wirksamkeit	85	19	39
	1. Juni	7. September	
Diskontsatz	$6^1/_2$ % (7 – $7^1/_2$ %)	$7^1/_2$ % (8—$8^1/_2$)	
Anzahl d. Tage d. Wirksamkeit	98	137	
1907	22. Januar	26. Oktober	
Diskontsatz	7 % ($7^1/_2$—8 %)	$7^1/_2$ % (8—$8^1/_2$ %)	
Anzahl d. Tage d. Wirksamkeit	277	72	
1908	6. Januar	15. Januar	27. April
Diskontsatz	7 % ($7^1/_2$—8 %)	$6^1/_2$ % (7—$7^1/_2$ %)	6 % (6—$6^1/_2$ %)—7
Anzahl d. Tage d. Wirksamkeit	9	103	54
	20. Juni		
Diskontsatz	$5^1/_2$ % (6—$6^1/_2$ %)		
Anzahl d. Tage d. Wirksamkeit	274		
1909	22. März	26. August	6. September
Diskontsatz	5 % ($5^1/_2$ - 6 %)	5 % ($5^1/_2$—6)	$4^1/_2$ % (5 - $5^1/_2$ %)
Anzahl d. Tage d. Wirksamkeit	157	11	274

des inneren Geldmarktes. Wenn wir den Diskontsatz des Jahres 1910 mit den Diskontsätzen der vorangegangenen Jahre vergleichen, so steht er auf dem gleichen Niveau mit dem Satze des Jahres 1896, des Jahres des allgemeinen Aufschwungs und des Gründertums, ist aber infolge der allgemeinen Geldteuerung der letzten Jahre weit günstiger und ist dem Diskontsatze des Jahres 1903 gleich [1]) — dem Jahre der größten Entfaltung der Ostasiatischen Politik Rußlands, die so große Hoffnungen besonders in Frankreich hervorrief.[2])

Der Gewinn der Staatsbank von der Diskont- und Darlehensoperation beweist uns die mächtige Entwicklung des Landes, von welcher die Regierung schon im Jahre 1905 bei der Plazierung der 5 % inneren Anleihe Gebrauch machen konnte.

Der Gewinn der Staatsbank aus der Diskont- und Darlehenstätigkeit betrug im Jahre 1894 bei einem Diskontsatz durchschnittlich für beide Arbeiten der Operationen von 5,04 % Rbl. — 13,5 Mill., im Jahre 1903 ist die Durchschnittshöhe des Diskonts gleich geblieben — 5,00 % Der Gewinn war in diesem Jahre 20,7 Mill. Rbl. Den höchsten Betrag hatte vor dem Kriege das Jahr 1901 — 28,8 Rbl., in welchem die größere Beanspruchung der Staatsbank stattfand.

1910	22. Juni	1. Juli	26. August
Diskontsatz	$4^1/_2$ %(5 – $5^1/_2$ %)	$4^0/_{00}$($4^1/_2$—7 %)	$4^1/_2$ %($4^1/_2$ – $6^1/_2$ %)
Zahl d. Tage d. Wirksamkeit	15	56	128

Jahresbericht der Staatsbank 1910, Seite 17.

[1]) Der Diskontsatz der russischen Staatsbank und der Diskontsatz im freien Verkehr in St. Petersburg bewegte sich im Laufe der Zeit folgendermaßen; Die Zahlen sind Jahresdurchschnittszahlen

	1892	1893	1894	1895	1896	1897	1898	1899	1900
1. Diskontsatz der Staatsbank für die 3 Monatswechsel .	4,88 %	4,70	4,54	1,25**)	4,50	4,65	4,83	5,36	5,52
2. Diskontsatz für d. Gesamt-Darlehens-Operation *) . .	5,38	5,20	5,04	4,75	5,0	5,15	5,33	5,86	6,02
3. Privatdiskont . .						5,24	4,96	6,18	6,19

	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910
1.	5,15	4,55	4,50	5,42	5,69	7,29	7,12	6,49***)	4,69	4,50 †)
2.	5,65	5,05	5,00	5,92	6,19	7,79	7,62	6,99	5,19	5,00
3.	5,67	4,65	5,00	5.86	5,57	7,36	6,97	6,04	6,00	5.50

*) Ausgerechnet auf Grund der Angaben der Staatsbank für 1906—1910 Bericht, Seite 17.

**) Les Marchés financier, en 1899—1900, par Arth. Raffalovich. Paris p. 460, 687.

***) Nach Esslen, Konjunktur und der Geldmarkt, Tabelle 46.

† Nach dem Bericht der Staatsbank 1910, Seite 17.

[2]) Ich verweise hier auf eine Reihe von Artikeln, die in der Zeitschrift von Paul Leroy-Beaulieu L'Economiste Français, die seit 1894 erschienen sind.

n der Zeit nach dem Kriege hatte die Bank den höchsten Gewinn im Jahre 1906 — 35,7 Mill. Rbl.; dies ist hauptsächlich auf en erhöhten Zinsfuß zurückzuführen, der Satz war 7,79 %. Die Beanspruchung der Bank war relativ stärker als im Jahre 1909. Von dieser Zeit an nimmt der Gewinn der Bank aus diesen Geschäften ständig ab: 32,6, 29,1 bis zu 23,5 im Jahre 1909. Dann steigt er im Jahre 1910 wieder bis zu 25,6 Mill. Rbl.[1])

Diese Zahlen gewinnen noch an Bedeutung, wenn wir berücksichtigen, daß in den letzten Jahren fast sämtliche russische Banken durch die Emissionen neuer Aktien ihre Mittel verstärkt hatten und selbständig große Umsätze erzielten.

Von besonderer Bedeutung ist für uns die Betrachtung des Kontos der Wertpapiere, die bei der Staatsbank deponiert sind. Nach den Bestimmungen, die durch den Finanzminister v. Witte erlassen worden sind, übernimmt die Bank auch die Verwaltung dieser offenen Depots gegen ein geringes Entgeld, trennt die Kupons ab, tauscht die verlosten Stücke gegen andere um, schreibt die Erlöse aus den Kupons den Kunden gut, oder verwendet die Erlöse zum Ankauf von bestimmten Papieren nach Wunsch des Einlegers usw. Durch die Erleichterung des Haltens von Wertpapieren ist der Finanzminister bestrebt gewesen, den Geschmack des Publikums an Erwerbung von Staatspapiere groß zu ziehen. Der Stand der offenen Depots bei der Staatsbank beweist uns, daß die Bemühungen, den inneren Markt für die Staatswerte, und für die Effekten überhaupt, zu gewinnen, nicht erfolglos geblieben sind.

---

[1]) Der Gewinn der Diskonto- und Darlehensoperation der Staatsbank.

Jahr	Gewinn in Tausend. Rbl.*)	Durchschnittsdiskontsatz für beide Geschäfte**)	Jahr	Gewinn in Tausend. Rbl.*)	Durchschnittsdiskontsatz für bd. Geschäfte**)
1893	9 060	5,20	1902	23 576	5,05
1894	13 458	5,04	1903	20 744	5,00
1895	16 712	4,75	1904	23 467	5,92
1896	19 339	5,00	1905	24 388	6,19
1897	16 122	5,15	1906	35 724	7,79
1898	13 166	5,33	1907	32 598	7,62
1899	19 048	5,86	1908	29 157	6,99
1900	24 107	6,02	1909	23 536	5,19
1901	28 816	5,65	1910	25 654	5,00

*) Jahresbericht der Staatsbank 1910, Seite 52.

**) Ausgerechnet auf Grund der Angaben für Wechseldiskont und der Annahme, daß die Wechsel die Hälfte †) (ungefähr) der Gesamtumsätze ausmachen und daß der Darlehenssatz immer 1 % höher ist, als Wechseldiskont.

†) Gesamtsaldo der Operation 1910 Rbl. 667,0 Mill., Wechsel davon 336,1 Mill.; Diskont 4½ %, Darlehensnorme 5½ %, Durchschnittssatz 5,03 %.

Die Zunahme der offenen Depots in der Zeit vom 1. Jan. 1894 bis zum 1. Januar 1904 beträgt 1 356,3 Mill. Rbl. Die durchschnittliche jährliche Zunahme ist 135,6 Mill. Rbl. Für die zwei Jahre 1904 und 1905 ist die Zunahme 433,9 Mill. Rbl., pro Jahr 216,9 Mill. Rbl. Vom 1. Januar 1906 nahm der Betrag der bei der Staatsbank deponierten Werte ständig zu und vergrößerte sich bis zum 1. Januar 1911 im Laufe von 5 Jahren um 839,3 Mill. Rbl. Die durchschnittliche Zunahme pro Jahr betrug 167,8 Mill. Rbl. Damit erreichte das Konto der offenen Depots eine Höhe von 4 889 941 Tausend Rbl.[1])

Wenn wir mit Haristoy annehmen, daß der russische Besitz an festverzinslichen Werten mit 20—25 Milliarden Frcs. = 7,5 bis 9,375 Rbl. (1906)[2]) und für das Jahr 1910 mit 10 Milliarden Rbl. zu veranschlagen ist, so müssen wir annehmen, daß die Hälfte davon sich in der Verwahrung der Staatsbank befindet. Daraus folgt noch, daß die jährlichen Investitionen des russischen Anlagekapitals, soweit die Kunden der Staatsbank in Betracht kommen, auf gegen 135—167 Mill. Rbl. jährlich veranschlagt werden können.

Die Unterbringung der Staatswerte durch die Staatsbank.

Die russische Staatsbank ist ein wertvolles Instrument für die Unterbringung kleineren Mengen von Staatswerte auf dem inneren Markte. Sie besitzt eine große Anzahl von Filialen in den größeren Städten Rußlands und dort, wo sie nicht vorhanden sind, haben die lokalen Renteien die Geschäfte der Staatsbank zu besorgen. Dadurch steht die Staatsbank den Anlagesuchenden nah genug, um die neuen Staatspapiere anzubieten. Die Verwaltung der offenen Depots bietet dazu eine besonders günstige Gelegenheit.

---

[1]) Offene Depots bei der Staatsbank. In Tausenden Rubel:

	Stand am 1. Januar	Jährliche Zunahme		Stand am 1. Januar	Jährliche Zunahme
1890	1 890 993	32 253	1901	3 173 050	145 427
1891	1 923 246	54 556	1902	3 318 477	89 948
1892	1 977 802	198 834	1903	3 408 425	208 241
1893	2 176 636	83 721	1904	3 616 666	189 957
1894	2 260 357	76 632	1905	3 806 623	244 035
1895	2 336 989	173 590	1906	4 050 658	386 193
1896	2 510 579	101 127	1907	4 436 851	181 064
1897	2 611 706	76 366	1908	4 617 915	146 142
1898	2 688 072	218 325	1909	4 764 057	— 5 174
1899	2 906 397	111 675	1910	4 658 883	231 058
1900	3 018 072	154 978	1911	4 889 941	

Jahresbericht der Staatsbank 1910, Seite 51.

[2]) Haristoy Le marché financier français, Paris 1909. Seite 7.

Der übernommene Betrag geht auf das Konto der „Effekten, die der Staatsbank gehören" und der Gegenwert, zu einen bestimmten Kurs ausgerechnet, wird dem Konto der Staatsrentei gutgeschrieben. Allerdings ist dies aus den Berichten der Bank nicht ersichtlich. Im Jahre 1905 wurde z. B. die Staatsbank zur Emission der 5 % inneren Anleihe II. Emission für einen Betrag von 50 Mill. Rbl. herangezogen.[1])

Die weitere Begebung geschieht durch den freihändigen Verkauf.

Ein nicht minder wertvolles Instrument ist die Staatsbank in den Händen der russischen Finanzverwaltung durch die Organisation des Handels mit Staatswerten für die Erhaltung einer gewissen Höhe der Kurse der Staatspapiere. Die Bank gibt regelmäßig bekannt, zu welchem Kurse sie Staatspapiere kauft und verkauft. Bei beträchtlichen, ihr zur Verfügung stehenden Mitteln vermochte sie in einer von der Leitung der Finanzen gewünschten Richtung den Kurs zu beeinflussen. Diese Tätigkeit der Staatsbank erstreckt sich nicht nur auf den inneren Markt, sondern wird auch im Auslande mit Hilfe von befreundeten Instituten und mit großem Nutzen für den Staatskredit regelmäßig betrieben. Ich weise hier nur auf Interventionskäufe auf der Pariser Börse im Anfang des Jahres 1904 und bei sonstigen Anlässen hin.

Ein Beispiel der Tätigkeit der Staatsbank auf dem Effektenmarkte bieten uns die Zahlen der Entwicklung des Effektengeschäftes für das letzte Jahrfünft unserer Periode.[2])

Die Jahreseingänge auf das Konto der der Bank gehörenden Effekten sind beträchtlich. Sie schwanken zwischen 417,5 und 552,5 Mill. Rbl. pro Jahr. Das mittlere Engagement der Staatsbank war von 75,5 bis zu 92,3 Mill. Rbl. Der Effektenbestand am 31. Dezember war für das Jahr 1908 100,9 Mill. Rbl. Das war der höchste Betrag des Jahrfünfts. Am 31. Dezember 1909 war der niedrigste Betrag 70,7 Mill. Rbl.

Die Staatsbank zog nicht unbeträchtlichen Gewinn davon. Im Jahre 1910 bei einem Umsatz von 1065,5 Mill. Rbl. erzielte die Bank 8,1 Mill. Rbl. Gewinn, bei dem Verkauf und den Stückzinsen. Nach der Berechnung der Leitung der Staatsbank war die Verzinsung des im Umlauf gewesenen Kapitals 10,8 %, und das

---

[1]) K. Helfferich. Das Geld im russisch-japanischen Kriege. Berlin 1906. Seite 117.

[2]) Leider ist es uns nicht möglich gewesen die entsprechenden Daten für die Zeit vor 1. Januar 1906 anzugeben.

Kapital war 53 Tage durchschnittlich im Umlauf. Die Abschreibungen von dem Effektenkonto betrugen in diesem Jahr 2 973 Tausend Rbl.

Im Jahr 1906 war der Gewinn von dieser Operation nur 652 Tausend Rbl. Die Verzinsung des Kapitals 0,8; das Kapital war durchschnittlich 57 Tage engagiert.[1])

Die Abschreibungen betrugen 219 Tausend Rbl.[2])

Daß es sich in diesem Jahre vorwiegend um Interventionskäufe handelte, ist klar.

Aus diesem Beispiel kann noch ein Schluß gezogen werden; die Tätigkeit der Staatsbank auf diesem Gebiete konnte nicht ohne lähmende Wirkung auf die Entwicklung der Effektengeschäfte der Privatbanken und der Provinzbehörden bleiben, obschon bei der schwachen Entwicklung der provinzialen Börsenwesen den monopolitischen Tendenzen der Privatbanken dadurch zu Nutzen des Publikums ein Gegengewicht geschaffen war. Die Beträge der durch die Vermittlung der Staatsbank abgesetzten Wertpapiere war im letzten Jahrfünft nicht zu hoch. Im Jahre 1906 hatte die Bank für 49,5 Mill. Rbl. Wertpapiere begeben, im Jahre 1907 für

---

[1]) Auf das Konto der Effekten, die der Staatsbank gehören.

Tausende Rubel

im Jahre	1906	1907	1908	1909	1910
Eingegangen	539 372	417 519	601 271	752 471	510 628
Saldo 31. Dez. . . .	98 011	97 946	100 948	70 746	84 813
Mittlerer Bilanzsaldo p. J.	85 276	91 260	92 308	75 515	75 404
Gewinn v. Proz. u. Verkauf	652	4 029	5 891	7 249	8 129
Verzins. d. engag. Kapital	0,8 %	4,5 %	6,4 %	9,6 %	10,8 %
Mittl. Dauer, Tag . .	57	79	55	36	53

Abschreibungen von Effektenkonto

Tausenden Rubel

1906	1907	1908	1909	1910
219	2 662	1 012	13	2,973

Jahresbericht der Staatsbank 1910, S. 18.

[2]) Es ist nicht zu ersehen, ob nicht andere Methoden der Buchung in Anwendung waren, so daß die Abschreibungen so geringfügig angegeben sind. Die „Sonstigen Abschreibungen“ (die von dem Effektenkonto ausgenommen) betrugen in diesem Jahre 1 663 Tausend Rbl. — ein Betrag, der nur hinter dem des Jahres 1890 — (4 553 T. Rbl.) steht.

Aus Gewinn- und Verlustkonto. „Sonstige Abschreibungen“.

Tausende Rubel

1890—1893	4 553	235	258	411	
1895—1898	415	220	481	257	229
1899—1903	1 467	394	323	246	576
1904—1908	634	877	1 663	1 238	1 028
1909—1910	1 208	714			

Jahresbericht der Staatsbank 1910, S. 52.

5,1, im Jahre 1908 für 24,3 und im Jahre 1909 für 37,3 Mill. Rbl. m Gegensatz hierzu mußte die Staatsbank im Jahre 1910 nicht veniger als für 12,8 Mill. Rbl. Wertpapiere dem Verkehr entziehen.

Durch das Effektengeschäft konnte die Staatsbank den notvendigen Ausgleich auf dem inneren Kapitalmarkte herbeiführen, ndem sie an einigen Plätzen das Kapital für die anderweitige nlage durch den Ankauf der angebotenen Effekten flüssig machte nd an anderen Plätzen dem Anlagekapital die neuen Effekten uführte.

So ist z. B. im Jahre 1906 der Verkaufssaldo an einigen lätzen 62,1 Mill. Rbl. gewesen, der Ankaufssaldo aber betrug in iesem Jahre an anderen Plätzen 12,6 Mill. Rbl.

Im Jahre 1910 sind es wenige Plätze wo das Kapital neue nlage suchte, das Verkaufssaldo war nur 3,1 Mill. Rbl., an ehreren anderen Plätzen aber mußte das Kapital mobil gemacht verden, das Ankaufssaldo war auf mehreren Plätzen zusammen 5,9 Mill. Rbl.[1])

Die Wirkung dieses Geschäftes fällt besonders schwer ins ewicht, wenn wir daran denken, wie groß die Ausdehnung des rbeitsfeldes der Staatsbank ist, wie verschieden die örtlichen erhältnisse sind und wie wenig das Börsenwesen im Lande ntwickelt ist.

Durch diese Kanäle gelangen ans Publikum die so im Inlande eliebten Serien — die Schuldverschreibungen der russischen

---

[1]) Verkaufs- und Einkaufs-Saldi der Effekten. Effektenkonto der Staatsbank Mill. Rbl.

	1906		1907		1908		1909		1910		
eile des Landes	Verk.	Eink.	Verk.	Eink.	Verk.	Eink.	Verk.	Eink.	Verk.	Eink.	Saldi
etersbg. u. Rent.	0,9		1,2			6,8		0,3		4,6	
oskau u. Rentei		12,6		10,4	0,5		2,4			0,2	
orden . . .	5,3		3,3		2,2		3,4		0,2		
id-Osten . .	2,9		1,8		2,1		2,2			1,8	
ndustriell. . .	10,4		13,1		17,0		8,7			0,8	
st-Schw. Erd. .	9,8		8,5		8,0		7,2			2,7	
iden	5,1		5,7		3,5		2,9				
leinrußland u. Süd-Westen .	2,6		3,1			7,3	2,2		2,2		
ord-Westen .	9,1		6,9		4,5		5,1			1,1	
eichselgebiet .	3,0		1,9		1,2		4,5		0,5		
aukasus . .	4,0		1,1		0,9			0,8		1,9	
ittelasiatisch G.	1,3		1,1			0,1	1,2		0,2		
birien . . .	7,7			2,2		1,4		1,4		2,8	
Total	62,1	12,6	47,7	12,6	39,9	15,6	39,8	2,5	3,1	15,9	
war begeben	49,5		35,1		24,3		37,3			12,8	

Jahresbericht der Staatsbank 1910, Seite 29.

Staatsrentei, welche im Auslande unter dem Namen: „Serienbillets des Staatsschatzamtes“ — „Schatzbons“ bekannt sind. Sie stellen kurzfristige Staatsanleihen mit vierjähriger Sicht dar und werden bei allen an den Fiskus zu leistenden Zahlungen als Bargeld zum Nominalwert entgegengenommen. Die Beliebtheit dieses Papieres wird dadurch erklärt, daß der Inhaber weiß, daß kein Verlust gegen den Nennwert dieses Papieres schließlich beim Verfall stattfinden kann. Meistens fallen für diese Papiere Nominal- und die Realverzinsung zusammen. Die Verzinsung selbst wird nach dem jeweiligen Stande des Zinssatzes der Staatssparkassen und der Realverzinsung der 4 % Staatsrente festgesetzt.

In der oben geschilderten Weise geschieht die Unterbringung der Staatswerte mit Hilfe der Staatsbank. Die staatlichen Werte werden durch die Bank fest übernommen und dann freihändig verkauft. Nur in einem ist die Sache anders, als bei sonstigen Effektenbanken: wegen der innigsten Abhängigkeit von der allgemeinen Finanzleitung des Staates ist die Bank nicht imstande die Übernahme abzulehnen. Die Staatswerte werden der Bank einfach übergeben.

Wenn es aber der Staat aus irgend einem Grunde für unangebracht hält, die Staatsbank für Geldbeschaffung in Anspruch zu nehmen, so bedient er sich der Hilfe der Staatssparkassen.

Die Unterbringung d. Staatsemissionen durch die Sparkassen.

Die Sparkassen in Rußland sind Staatssparkassen und haben eine besondere Verwaltung. Um die Sparkassen näher an das Volk zu bringen, sind sie an die Postämter und sonstigen offiziellen Stellen angegliedert, wie z. B. an die Zollämter, an die Filialen der Staatsbank, an die Rentämter, an die Gemeindeverwaltungen (an Wolostj), an die Eisenbahnkreisverwaltungen. Sie extistieren bei einigen großen Fabriken und auf den Kriegsschiffen der Hochseeflotte.

Am 1. Januar 1911 existierten in Rußland 983 Zentralsparkassen mit 1085 Filialen, 5092 Sparkassen bei den Post- und Telegrafenämtern, 101 auf den Fabriken und Werken, 138 Dorfgemeindesparkassen und 11 auf den Kriegsschiffen, insgesamt 7365 Sparkassen.

Der Gedanke, die Sparkassen für die Unterbringung der Staatsanleihen zu benützen, ist wieder den Franzosen entliehen. Einmal sind die Sparkassen immer ein Reservoir des Anlagekapitals Erfahrungsgemäß genügt es, wenn nur ein Teil der Einlagen in Bar gehalten wird; ein anderer Teil muß so angelegt werden, daß die dadurch erzielten Gewinne nicht nur die Verzinsung der Ein-

agen, sondern auch die Verwaltungskosten und Spesen decken und die fehlende Verzinsung des Barvorrats ausgleichen. Dies geschieht durch den Ankauf von Wertpapieren.

Die dadurch erzielten Gewinne sind von zweierlei Herkunft: Von Zinsen und von der Pariauszahlung der verlosten Papiere. Die größte Kunst ist, die richtige Auswahl der Papiere zu treffen, um eine hohe Verzinsung zu erzielen und die Liquidität der Sparkassen nicht zu beeinträchtigen. Letzteres kann leicht passieren, sobald ein Rückgang der Kurse der Papiere des Portefeuilles der Sparkassen so bedeutend wird, daß der Reservefonds dadurch aufgezehrt wird. Nach allgemeiner Ansicht soll der Staat, falls die Schäden durch den Kurssturz der Staatspapiere entstanden sind, verpflichtet sein, dafür aufzukommen. Solche Ansichten vertritt die Finanzverwaltung in Frankreich und in Rußland.

Diese Politik führte dazu, daß in Rußland die Barguthaben der Sparkassen bei der Staatsbank einen sehr bescheidenen Umfang hatten. Der Fond der Wertpapiere der russischen Sparkassen ist stark mit Staatswerten überlastet, was der Regierung in den Jahren des Krieges und besonders der Revolution nicht geringe Sorgen bereitete.

Diesem Fonds werden die an die Sparer verkauften Papiere entnommen. Bekanntlich muß jeder Sparer russischer Sparkassen, sobald die Spareinlage 1000 Rbl. übersteigt, sie in einem Wertpapier anlegen; trifft er keine Anordung bezüglich der Papiergattung, so wird das Papier nach Ermessen der Verwaltung der Sparkassen gekauft.

In dieser Weise gehen allmählich die Wertpapiere in den Privatbesitz über. Welche Bedeutung dieser Operation zukommt, und wie solche Emissionspolitik des Staates sich bewährt hat, zeigt uns am krassesten das Schicksal der russischen 4 % Rente, die seit den Kriegsjahren gern verkauft wird.[1])

Die Regierung gab sich Mühe, den Kurs der Rente nicht fallen zu lassen; mit allen ihr zur Hand stehenden Mitteln betrieb sie an allen Märkten Interventionskäufe und übergab das gekaufte Material den Sparkassen. In dieser Weise sind dem Markt riesige Beträge der Rente entnommen worden. Diese Aktion konnte nur bei einer Steigerung der Einlagen der Sparkassen Platz haben. Die zahlen-

[1]) Die russische Staatsbank mußte im Jahre 1910 4 % Staatsrente für 22,4 Mill. Rbl. zusammenkaufen, weil sie ständig angeboten war. Jahresbericht der Staatsbank 1910, Einleitung Seite VI.

mäßigen Belege liefern uns die Berichte der Sparkassen, von welchen leider einige Jahrgänge nur in Dienstexemplaren vorhanden und der Einsicht nicht zugänglich sind. Der Besitz der Sparkasssen an 4 % Rente war am 1. Januar 1906 58,4 Mill. Rbl. Am 1. Januar 1910 steht dieser Posten mit 432,2 Mill. Rbl. zu Buch. Der Besitz der Sparkassen hat um nicht weniger als 373,8 Mill. Rbl. zugenommen. In diesem Betrage sind auch Teile von neuen Emissionen der Rente enthalten. Nun sind im Jahre 1911 keine Emissionen der 4 % Rente vorgenommen worden. Der Besitz der Sparkassen an 4 % Rente hat trozdem um 57,6 Mill. Rbl. zugenommen. Am 1. Januar 1912 besaßen die Sparkassen 4 % Rente für 489,8 Mill. Rbl.,[1]) d. h. mehr ein Fünftel der Gesamtmenge der emittierten Rente.

Es ist klar, wie gefährlich eine solche Konzentration eines Papiers bei irgend welchen Verwicklungen sein kann, besonders im Falle, wenn dieses Papier, was für die 4 % Rente der Fall ist, einen begrenzten Markt hat.

Zu gleicher Zeit wurde die 4½ % Staatsanleihe 1905 gefragt und die Bestände der Sparkassen nahmen in diesem Papier um 13,1 Mill. Rbl. ab.

Wir haben gesehen, welche Bedeutung den Sparkassen bei der Unterbringung der Staatspapiere auf dem inneren Markte zukommt. Den Gegenwert der den Sparkassen übergegebenen Anleihen wird sofort vom Konto der Sparkassen bei der Staatsbank abgeschrieben und dem Konto der Staatsrentei gutgeschrieben. Die Papiere werden auf das Konto des Effektenfonds der Sparkassen gebucht und harren des freihändigen Verkaufs.

Die ganze Operation ist nur in der letzten Zeit dem möglichen Umfange nach von Bedeutung geworden. Im Jahre 1890 ist sie für die Finanzverwaltung kaum von Belang gewesen. Am Ende

---

[1]) Besitz der russischen Sparkassen an 4 % Staatsrente.

Am 1. Januar	1906	58,4	Mill. Rbl.
	1907	109,1	„ „
	1908	229,5	„ „
	1909	243,4	„ „
	1910	354,1	„ „
	1911	432,2	„ „
	1910	489,8	„ „

Besitz an der 4½ % Staatsanleihe von 1905.

Am 1. Januar	1911	43,4	Mill. Rbl.
	1912	30,3	„ „

Nach Jahresberichten der russischen Sparkassen.. Jahre 1911 und 1912 nach Westnik Finansow, Promyschlennosti i Torgowli 1912, Seite 99.

ieses Jahres waren blos 798 Tausend Sparbücher mit 138,9 Mill. Rbl. areinlagen vorhanden. Am Ende des Jahres 1894 hat sich die ahl der Sparbücher verdoppelt und die Einlagen betrugen 30,3 Mill. Rbl. Am Ende des Jahres 1903 war die Anzahl der parbücher beinahe 5 Millionen und die Einlagen betrugen 60,5 Mill. Rbl. Am Ende des Jahres 1910 betrug die Zahl der parbücher 7,4 Mill. mit 1,396 Mill. Rbl. Bareinlagen.[1])

An einer anderen Stelle zeigte ich, daß die Einlagen der pargäste an Wertpapieren für Aufbewahrung und Verwaltung sehr ngsam wachsen und im Jahre des allgemeinen Aufschwungs ngsamer, als in der Zeit der Stagnation des Wirtschaftslebens des andes. Hier erinnere ich nur daran, daß an die Spargäste im ahre 1910 Wertpapiere für 53,5 Mill. Rbl. verkauft worden sind nd von den Spargästen für 45,9 Mill. Rbl. erworben wurden. In iesem Jahre sind Wertpapiere im Betrage von nur 7,6 Mill. Rbl. n den Verkehr übergegangen.[1])

[1]) Zahl der Sparbücher und der Bareinlagen (Wertpapiere ausgenommen).

Am Ende des Jahres	Zahl der Sparbücher in Tausenden	Bareinlagen in Mill. Rbl.	Zunahme pro Jahr in Mill. Rbl.	Am Ende des Jahres	Zahl der Sparbücher in Tausenden	Bareinlagen in Mill. Rbl.	Zunahme pro Jahr in Mill. Rbl.
890	798	138,9		1901	3 949	723,3	61,4
891	999	191,3	52,4	1902	4 369	784,0	50,7
892	1 194	239,4	48,1	1903	4 854	860,5	76,5
893	1 409	283,4	44,0	1904	5 127	910,6	50,1
894	1 664	330,3	46,9	1905	4 988	831,2	— 79,4
895	1 907	367,9	37,6	1906	5 665	1 035,0	204,2
896	2 160	409,4	41,5	1907	6 210	1 149,2	114,2
897	2 448	465,7	56,3	1908	6 560	1 207,6	58,4
898	2 792	537,3	71,6	1909	6 940	1 282,9	75,3
899	3 145	608,3	71,0	1910	7 436	1 396,9	114,0
900	3 551	661,9	53,6				

Nach dem Jahresberichte der russischen Sparkassen 1910, Seite 8.

Bei dem Besuch der Moskauer Börse im April des Jahres 1912, sagte Finanzinister Kokowzew unter Anderm, daß in der Zeit vom 1. Januar 1907 bis zum 1. Januar 1912 die Gesamtheit der Einlagen in den Sparkassen, in der Staatsbank nd in den Anstalten des Kurzfristigen- und Klein-Kredits um 2,1 Milliarden auf 5 Milliarden zugenommen hatten.

Rußki a Wedomosti, Moskau, 4. April 1912.

[2]) In diesem Jahre sind 151 Aktien-Gesellschaften konzessioniert: russische 36 und ausländische 15. Davon 55 für Gründung neuer Unternehmungen und 81 ür die Fortsetzung bereits existierender. In der Zeit von 1903—1909 hatte die onzession der Aktien-Gesellschaften in Rußland folgende Entwicklung:

Jahr	Total	davon russ.	ausländ.	Jahr	Total	davon russ.	ausländ
903	87	75	12	1907	137	125	12
904	98	85	13	1908	128	116	12
905	76	66	10	1909	151	136	15
906	119	109	10				

L'Economiste Français 1910, 4. Juni. p. 844.

Der Jahreszuwachs der Bareinlagen betrug in der Zeit von 1890—1910 von 37,6 Mill. Rbl. bis zu 203,8 Mill. Rbl. (Im Jahre 1906, als die Sparer die im Jahre 1905 entzogenen Ersparnisse zurückbrachten). Im Jahre 1905 haben die Einlagen der Sparkassen um 106,4 Mill. Rbl. darunter die Wertpapiere im Betrage von 27 Mill. Rbl. abgenommen. Im Jahre 1910 betrug die Zunahme der Bareinlagen 114,0 Mill. Rbl.

Diese Beträge pflegen fast in voller Höhe zum Ankauf von Wertpapieren benützt zu werden. Wie aus dem Jahresbericht 1910 zu ersehen ist, betrug die Zunahme des Effektenfonds der Sparkassen in diesem Jahre nom. 135,7 Mill. Rbl.[1])

Aus der Bilanz zum 1. Januar 1911 folgt aber, daß die Barschaft der Kassen bildeten: 1 635 Tausend Rbl. Kassa und 23 929 Tausend Rbl. Kontokorrent bei der Staatsbank.[2]) Das Reservekapital selbst ist fast zur Hälfte in Wertpapieren angelegt. Einlegerkonto-Reservekapital macht 1 446,9 Mill. Rbl. aus, sonstige Passiva 3 Mill. Rbl.; das Effektenkonto aber enthält 1 420,1 Mill. Rbl., sonstige Aktiva 28,9 Mill. Rbl. Nach Abzug von sonstigen Passiva im Betrage von 3 Mill. Rbl. erhalten wir das Ergebnis, daß die freien Mittel nur 25,9 Mill. Rbl. waren.

Nur durch den Beistand der Staatsbank, wie dies im Jahre 1905 bei der allgemeinen Panik wegen der Revolution der Fall war, war es für die Sparkassen möglich, die Liquidität der Sparkassen

---

[1]) Jahresbericht der russischen Sparkassen 1910, Seite 2,

[2]) Bilanz der Staatssparkassen auf 1. Januar 1911

Aktiva	in Tausenden Rubel.		Passiva
Bares Geld in Zentr.-Spark.	546,3	Reservekapital	50 161,6
Bares Geld in Post-Gemeinde-Sparkassen	1 089,1	Einlegerkonto (Bareinlage)	1 396 874,2
Kontokorrent b. Staatsbank	23 929,5	Konto der Sparmarken . .	110,1
Wertpapiere der Sparkasse	1 420 086,8	Konto m. a. Sparkassen .	1 745,8
Darlhn. a. Kreditgenossensch.	362,5	Konto der übrigen Summen	143,3
Immobilienkonto	1 617,1		
Noch nicht verteilte Aktiva	88,6		
Effekten d. Sparkasse im Wege	2,4		
Versicherungskonto-Vorschß.	229,1		
Avance	358,8		
Konto m. a. Sparkassen . .	33,4		
Gelder unterwegs . . .	691,5		
Tausenden Rbl.	1 449,0	Tausenden Rbl.	1 449,0

Jahresbericht der russischen Staatssparkassen 1910, Seite 55.

ei so geringen Barguthaben doch aufrecht zu erhalten. Das Konto-
orrent bei der Staatsbank bildete durchschnittlich 14,63—2,23 %
der Bareinlagen. Die höchsten Barvorräte hatten die Sparkassen in
den Jahren 1902 und 1903: 109 Mill. Rbl. bei 747,9 Mill. Rbl.
Bareinlagen. Im Jahre 1906 sank der mittlere Bilanzsaldo des
Kontos der Sparkassen bis zu 29,7 Mill. Rbl. bei einer Höhe von
945,6 Mill. Rbl. Bareinlagen. Den niedrigsten Stand aber erreichte
dieser Saldo im Jahre 1910: Mittlerer Bareinlagensaldo war:
1 320,0 Mill. Rbl., der Saldo des Kontokorrents aber bildete im
Durchschnitt des Jahres nur 29,5 Mill. Rbl.[1])

Der Effektenfonds der Sparkassen hat sich im Laufe der letzten
12 Jahre verdoppelt. Von 539,8 Mill. Rbl. im Jahre 1899 steigt
er um 728,6 Mill. Rbl. auf 1 268,4 Mill. Rbl. — alles nach An-
kaufswert. Die Aufnahmefähigkeit dieses Fonds schwankte zwischen
10,0 und 133,8 Mill. Rbl. Eine Abnahme des Fonds um 10 Mill. Rbl.
fand im Jahre 1902 statt, und wird auf die Begebung des
übernommenen Teiles der 4 % Anleihe v. 1902 zurückgeführt. Die
Steigerung der Aufnahmefähigkeit des Effektenfonds der Sparkassen
beweist uns die Zunahme des Wohlstandes des Volkes. Die Höhe der
Umsätze aber zeigt uns, wie die Regierung sich zu den Mitteln
der Sparkassen stellte; sie bediente sich dieser für die Ausführung
verschiedener Börsengeschäfte. Eine Änderung in der Politik der
Finanzverwaltung ist leicht zu erkennen.

An Stelle der lebhaften Spekulation der Zeit vor 1906 tritt
eine ruhige sachgemäße Tätigkeit in den späteren Jahren.

---

[1]) Wir geben hier die dazu gehörigen Daten für die Zeit von 1899—1910.

Mittlere Bilanzsaldi in Mill. Rbl.

	der Bareinlagen der Sparkassen	d. Kontokorrent b. d. Staatsbank	Verhältnis des Kontokorrents zu d. Bareinlag.		der Bareinlagen der Sparkassen	d. Kontokorrent b. d. Staatsbank	Verhältnis des Kontokorrents zu d. Bareinlag.
1899	568,4	34,3	6,11 %	1905	924,1	50,7	5,48 %
1900	631,0	35,2	5,58 „	1906	945,6	29,7	3,14 „
1901	690,5	65,7	9,52 „	1907	1 080,6	36,7	3,40 „
1902	747,9	109,4	14,63 „	1908	1 162,4	60,2	5,18 „
1903	814,8	97,0	11,90 „	1909	1 217,3	46,3	3,80 „
1904	864,9	62,0	7,05 „	1910	1 320,0	29,5	2,23 „

Nach Jahresberichten der russischen Staatssparkassen 1908 Seite 30, 1910 Seite 32.

Das Maximum der Umsätze hatten die Sparkassen im Jahre 1901. In diesem Jahre beliefen sich die Umsätze auf 726,7 Mill. Rbl.[1]) Wenn wir uns vergegenwärtigen, daß zu dieser Zeit in Rußland eine schwere Krise ausgebrochen war, die besonders auf der Börse von St. Petersburg sich fühlbar machte, so wird es klar, daß der Grund dieser ansehnlichen Umsatze die Börsentätigkeit der Regierung war.[2])

[1]) Effektenfond der Sparkassen. Nach Einkaufswert in Mill. Rbl.

	Saldo	Im Laufe des Jahres			Zunahme
	am 1. Januar	Eingang	Ausgang	Umsatz	des Fonds
1891	136,2				
1892	174,9				
1893	191,1				
1894	212,1				
1895	282,0				
1896	324,6				
1897	388,9				
1898	403,9				
1899	539,8	279,3	223,0	502,3	56,3
1900	596,1	236,1	195,4	431,3	40,7
1901	636,8	379,7	347,0	726,7	32,7
1902	669,5	301,2	311,2	612,4	10,0
1903	659,5	359,6	219,9	579,5	39,7
1904	799,2	237,0	160,0	397,0	77,0
1905	876,2	235,8	187,6	423,2	48,4
1906	924,6	133,0	55,7	188,7	77,3
1907	1 001,9	134,3	30,0	164,3	104,3
1908	1 106,2	132,8	64,8	197,6	68,0
1909	1 174,2	180,0	85,8	265,0	94,2
1910	1 268,4	165,3	31,5	196,8	133,8
1911	1 402,2				

Nach Jahresberichten der Staatssparkassen 1908, S. M. 30, 33, 38 und 1910, Seite 32, 35.

[2]) Die Krise hatte ihren Höhepunkt im Monat September 1899, am 21. erreicht. Nach der Meinung des Economist Français (14. Oktober 1899) wurzelte die Ursache der Krise in der Umwälzung, die durch Konversion der 5% inneren Anleihe in $4^1/_2$ % seit 1888 hervorgerufen worden war. Es war ein anderer Zinsfuß bei Kapitalisation in Anwendung gekommen, das führte zu einer anderen Bewertung der Dividendenpapiere und zur Spekulation, welche ihre Höhe im Jahre 1894 erreichte.

Nach einer Meldung aus Petersburg sind die Kurse der sichersten Papiere tief gefallen. Die 4% Rente, die in den Jahren 1894/1899 Kurs $95^1/_4$, $97^7/_8$, $99^1/_8$, $100^1/_8$, 101, $99^1/_2$ hatte, fiel im Juni bis zu 93. Baukaktien erlitten nicht minder schweren Kursfall. St. Petersburger Diskonto hatte Kurs 1894/1899: 646, 772, 737, 672, 749, 675; ultimo Juni 1900 standen die Aktien nur auf 470. Noch stärkeren Kursfall hatten Aktien der St. Petersburger Internationalen Handelsbank zu gleicher Zeit: 659, 648, 589, 590, 441 und im Juni 1900 337. Briansker Eisenwerke hatten: 382, 452, 506, 433, 480, 465 und im Juni 1900 300. Bei fünf Gesellschaften glaubten die Aktionäre gegen 19,1 Mill. Rbl. verloren zu haben.*) Es war klar, daß unter solchen Umständen die Regierung zu Interventionskäufen greifen mußte. Die russische Börsenverfassung begünstigte die Verschärfung der Krise. Bei dem Fehlen von Termingeschäften an der Börse von Petersburg zwang sie zu Kassakäufen mit darauffolgender Lombardierung bei den Banken. "On call" Darlehen ist aber bei der russischen Bank ein jederzeit kündbares Darlehen und aus diesem Rechte machten die Banken in diesen Jahren der Krise Gebrauch, da sie selbst stark engagiert waren.

*) Die Nation, 21. Juli 1899. Seite 588. Th. Buck. Die Börsenkrise in Rußland und die Rolle der russischen Banken.

Die Zusammensetzung des Effektenkontos ist für uns von nteresse, da die Regierung die ansehnlichen Summen der neuen missionen den Sparkassen zu überweisen pflegt, teilweise, um nen zu ermöglichen, an dem Unterbringungsgewinn zu partizipieren nd dadurch höheren Gewinn zu erzielen, teilweise um die kleineren missionen vorteilhaft zu plazieren, da in diesem Falle der Staat icht der Zustimmung einer anderen Partei bedarf. Der Fonds der parkassen ist aus Wertpapieren dreierlei Art zusammengesetzt: us Staatsanleihen, Staatsanleihen für Eisenbahnen und aus durch en Staat garantierten Eisenbahnobligationen und Hypothekenwerten. etztere sind vorwiegend die Obligationen der Adels- und Bauern-grarbank. Der Anteil der Pfandbriefe der Privathypothekenbanken st verschwindend klein.

Es ist von Wichtigkeit für uns, hier vorauszuschicken, daß diese ämtlichen Papiere das am wenigsten beliebte Börsenmaterial sind[1]). Die Staatsanleihen sind nicht ausgenommen, da die 4 % Rente ein pezifisches Papier des inneren Marktes ist, obschon sie auf allen Börsen er Welt eingeführt ist. Die Vertreter der Regierung selbst schätzen en ausländischen Besitz an dieser Rente nicht über 200 Mill. Rbl. Die Pfandbriefe der Adels- und Bauernagrarbank erfreuen sich keines-egs der Sympathien des Publikums.

Das Erscheinen von 5 % und dazu noch von Kapitalrenten-teuer befreiten inneren Anleihen auf dem inneren Markte hatte noch stärker dazu beigetragen, daß die Regierung von Zeit zu Zeit ie Rente dem Markte abnehmen mußte. Dafür boten die Sparkassen mit ihrem Effektenfond eine sichere Verwahrungsstelle. In dieser Weise sind dem Markte große Beträge von Staatspapieren dauernd ntzogen worden.

Seit 1899 sind dem Fonds der Sparkassen Staatsanleihen von icht weniger als 438,9 Mill. Rbl. übergeben worden; von Eisen-ahnanleihen und vom Staate garantierte Eisenbahnobligationen icht weniger als für 239,7 Mill. Rbl. Die Zunahme der Pfand-riefe der Adelsagrarbank aber war relativ noch gewaltiger: im aufe von 12 Jahren um 397,1 Mill. Rbl. Zusammen waren in ieser Zeit für 1175,7 Mill. Rbl. Staatswerte dem Fonds überwiesen[1]).

---

[1]) Im Jahre 1910 z. B. sind 5 % Anleihen gefragt worden: die russische aatsbank hat in diesem Jahr für 11,6 Mill. Rbl. dieser Werte abgesetzt; die % Rente dagegen war im Angebot.

Jahresbericht der Staatsbank, 1910, Einleitung Seite VI.

[2]) Die Zusammensetzung des Fonds der Sparkassen seit 1899—1910 in ill. Rbl. nom.: (s. Seite 110.)

Am 1. Januar 1911 besaß der Fond Staatsanleihen für Rbl. nom. 595,7 Mill. Rbl. und Eisenbahnwerte für 388,8 Mill. Rbl. Die Pfandbriefe beider staatlichen Hypothekenbanken bildeten einen Betrag von 581,5 Mill. Rbl. nom. — d. h. gegen ein Drittel der im Umlauf befindlichen Pfandbriefe. Davon $3\frac{1}{2}\%$ gegen 110 Mill., 4 % gegen 360 Mill., $4\frac{1}{2}\%$ gegen 48 Mill., 5 % etwa 16 Mill. und 6 % nur 6,4 Mill. Rbl. Von 595,7 Mill. Rbl. Staatsanleihen für 432,2 Mill. Rente.

Es ist klar, welche Bedeutung die Sparkassen für uns hatten, wenn sie in 8 Jahren über eine halbe Milliarde Staatsanleihen aufzunehmen vermochten.

Und die Politik der Verwaltung der Spargelder hängt, wie wir wissen, fast in allen Ländern innigst mit der Anleiheemissionspolitik des Staates zusammen.

Wie die Regierung sich der Sparkassen bedient, werde ich durch einige Beispiele aus den Jahren 1908/1910 zu zeigen versuchen.

Am 1. Januar 1908 war der Besitz der Sparkassen an 4 % Rente 229,5 Mill. Rbl.. Im Laufe des Jahres 1908 gingen 16,8 Mill. Rbl. ein und 2,9 Mill. Rhl. nom. wurden verkauft. Im Jahre 1909 sind 110 Mill. Rbl. eingegangen und keine Verkäufe haben stattgefunden. Im folgenden Jahre sind 78,1 Mill. Rbl. nom. eingegangen, verkauft wurde nichts. Die Eingänge des Jahres 1911 beziffern sich auf 57,6 Mill. Rbl. und es fanden ebenfalls keine Verkäufe statt. So-

---

Die Zusammensetzung des Fonds der Sparkassen in Mill. Rbl.

	Staatsanleihen	Eisenbahnwerte	Hypothekenwerte	
am 1. Januar			Staatlich.	Privat-Banken
1899	156,8	149,1	186,4	62,6
1900	230,1	168,5	205,2	9,5
1901	189,3	248,0	227,7	11,3
1902	123,2	275,5	311,7	11,3
1903	63,4	216,9	388,8	38,2
1904	139,3	279,4	408,2	26,0
1905	144,2	330,2	446,1	21,3
1906	173,4	323,2	486,6	18,2
1907	198,5	367,5	539,1	17,0
1908	319,5	391,2	541,6	17,0
1909	393,6	403,6	531,8	17,0
1910	500,4	388,4	541,4	17,0
1911	595,7	388,8	581,5	16,9

Nach Jahresberichten der Staatssparkassen 1908, Seite 32; 1910, Seite 34.

it war der Besitz der Sparkassen am 1. Januar 1912 Rbl. nom. 39,8 Mill.[1])

Am 1. Januar 1908 besaßen die Sparkassen keine Obligationen r 5% Staatsanleihe von 1906. Im Laufe des Jahres sind die sten 0,232 Mill. Rbl. nom. gekauft worden im Jahre 1909 noch eitere 4,647 Mill. Rbl. nom., im Laufe des Jahres 1910 wurden ch 6,891 Mill. Rbl. nom. gekauft. Im Jahre 1911 sind davon 3 Mill. Rbl. nom. abgestoßen worden und der Besitz der Sparssen bezifferte sich auf 6,5 Mill. Rbl. nom.

Von der 5% inneren Anleihe I. Emiss. besaßen die Sparssen am 1. Januar 1908 Rbl. nom. 7,6 Mill.; in diesem Jahre warben sie 5,9 Mill. und verkauften 0,2 Mill. Rbl. nom. In den lgenden Jahren sind 1,5 und 0,089 Mill. Rbl. gekauft worden, e Abnahme des Jahres 1911 war 1,9 Mill. Am 1. Januar 1912 ar ein Betrag von 12,4 Mill. Rbl. vorhanden.

Der Besitz der Sparkassen an 5% innere Staatsanleihe hat Jahre 1908 um 2,995 Mill. Rbl. auf 34,995 Mill. Rbl. zugenommen d um 2,460 Mill. Rbl. nom. abgenommen; im Laufe des folgenden hres hat er um 0,612 Mill. Rbl. zugenommen und um 1,100 Mill. l. abgenommen. Die Zunahme des Jahres 1910 betrug 0,323 Mill. l. und das Jahr 1911 brachte eine Abnahme von 4,6 Mill. Rbl.

Von der 5% inneren Anleihe des Jahres 1908 war den Sparssen von vornherein ein Betrag von 65 Mill. Rbl. nom. überesen; in diesem Jahre verkauften die Sparkassen 0,95 Mill. dan. Nun sind im folgenden Jahre, vermutlich durch die Interntionskäufe der Regierung den Sparkassen weitere 3,797 Mill. l. nom. zugeflossen; verkauft wurde für eine Million Rbl. Im hre 1910 gingen in den Besitz der Sparkasse weitere 0,948 Mill. l. über. Im Jahre 1911 waren davon 6,6 Mill. Rbl. abgesetzt rden. Der Besitz der Sparkassen war am 1. Januar 1912 ,7 Mill. Rbl.

Die Regierung pflegte auch einen Teil ihrer schwebenden nld in Form von Serien den Sparkassen zu übergeben. Daß

---

[1]) Im Jahre 1906 am 1. Januar 58,4 Mill. Rbl. nom.
1907 „ „ 109,1
1908 „ „ 229,5
1909 „ „ 243,8
1910 „ „ 254,1
1911 „ „ 484,8

Für die Jahre 1908 - 1910 nach Jahresberichten der Sparkassen. Für das 1911 nach Westnik Finançow, Promyschlennosti i Torgowli 1912, Seite 99.

diese Papiere von den Sparkassen nicht besonders gewünscht werden, braucht nicht ausdrücklich hervorgehoben zu werden; sie haben keine kursmäßigen Chancen und sehr geringe Verzinsung.

Trotzdem sind im Jahre 1908 den Sparkassen 4 % Serien im Betrage von 23,553 Mill. Rbl. übergeben worden, wovon in demselben Jahre 7 Mill. Rbl. abgesetzt wurden, vermutlich durch die Regierung getilgt. Im folgenden Jahre sind neue 9 Mill. Rbl. eingegangen und im gleichen Jahre 25 Mill. verkauft worden.

Von 3,6 % Serien besaßen die Sparkassen am 1. Januar einen Betrag von 26,553 Mill. Rbl. Da sie selbst 4 % an die Sparer zahlen mußten, wurden diese Papiere eingezogen und durch die oben bezeichneten ersetzt. Im Jahre 1909 sind 1,524 Mill. Rbl. nom. und im Jahre 1910 0,007 Mill. der 3,8 % Konversionsanleihe in den Besitz der Sparkassen übergegangen.[1])

Die Rolle der Privatbanken.

An der Spitze der Privatbanken, die an Staatsemissionen teilnahmen, steht die St. Petersburger Internationale Handelsbank, die sich zur Zeit der Leitung des Bankdirektors Rotstein besonderer Bedeutung in der Petersburger Bankwelt erfreute. Es wurde erwartet, daß die nach dem Tode des Bankdirektors Rotstein verloren gegangene führende Stellung durch die Tätigkeit des neuen Bankdirektors Wyschnegradski (des Sohnes des verstorbenen Finanzministers) wieder eingeholt wird.

Dann kamen hinzu: die Bank für auswärtigen Handel, die Wolga-Kama-Bank, die St. Petersburger Diskonto-Ges., die Russisch-Chinesische Bank, die Bank Asow-Don, die Nord-Bank und die Moskauer Kaufmanns-Bank.

Es ist bekannt, daß fast an allen diesen Bankinstituten das ausländische Kapital stark interessiert ist. Einige davon sind in versteckter Form Filialen von ausländischen Banken. So z. B. ist die Banque du Nord eine Gründung der französischen Société Générale.[2])

Welche Bedeutung den russischen Handelsbanken zukommt, ist aus der Tatsache abzuleiten, daß im Jahre 1908 das Aktienkapital sämtlicher 38 Handelsbanken Rußlands 246 Mill. Rbl., mit Reserven aller Art 342 Mill. Rbl. betrug.

Zu gleicher Zeit gab es in Deutschland 441 Handelsbanken mit 2984 Mill. Mk. Aktienkapital.

---

[1]) Für die Jahre 1908—1910 nach Jahresberichten der Sparkassen für das Jahr 1911 nach Westnik Finançow, Promyschlennosti i Torgowli 1912, Seite 99.

[2]) L'Economiste Français, 12. September 1908. p. 380.

Als die erste Periode der wirtschaftlich-regen Tätigkeit in den ahren 1894/1896 in Rußland erhöhte Anforderungen an die Banken tellte, begannen sie ihre Betriebsmittel zu vergrößern.

Nun kam dabei etwas ganz typisches für die Regierung auf lem Gebiete der sicheren Unterbringung der Staatswerte vor. Die Regierung wollte die Kapitalerhöhung der St. Petersburger Diskonto-Ges. nur dann genehmigen, wenn die Bank sich bereit erklärte, $^1/_3$ des gesamten Aktienkapitals in Staatspapieren bei der Staatsbank zu deponieren. [1])

Die St. Petersburger Diskonto-Gesellschaft nahm Abstand von er ganzen Operation. [2])

Die zweite Periode der Vergrößerung der Betriebsmittel war m Ende unserer Periode im Jahre 1910 und den folgenden Jahren.

Die Regierung bediente sich dieser Banken bei der Ausführung on Konversionen und beim Umtausch von Aktien der staatlichen Eisenbahnen gegen eine bescheidene Kommission. Gewöhnlich war ie Höhe der Kommission $^1/_8$ %. [3])

Die Finanztransaktionen, an welchen die Banken teilnahmen, waren eigentlich bis zum Jahre 1905 keine neuen Emissionen. Es handelte sich dabei also nicht um neue Geldbeschaffung.

Bei den ausländischen Emissionen russischer Anleihen bekamen lie russischen Banken eine Quote, welche sie unter sich schon verteilten und nicht selten für sich, für den freihändigen Verkauf größerer Beträge von Neuemissionen behielten. [4])

Die erste Hilfe der Privat-Banken der Finanzverwaltung in er Geldbeschaffung war die Uebernahme der Serien der Staatsrentei zuerst im Betrage von 100 Mill. Rbl. gegen eine Kommission on 1%; später kamen noch 50 Mill. Rbl. hinzu. Die Uebernahme trug einen durchaus unfreiwilligen Charakter und die Banken onnten nur gegen 100 Mill. Rbl. im Jahre 1904 an die Rentei usbezahlen.

---

[1]) Aehnlich waren die Versicherungs-Gesellschaften veranlaßt, die Reserven n Staatspapieren anzulegen.

[2]) Frankfurter Zeitung, 12. März 1896, Abendblatt.

[3]) Stenographische Berichte der Budgetkommission der Reichsduma. III. Duma, . Legislaturperiode, S. 3027.

[4]) Nach dem Jahresbericht der Bank für auswärtigen Handel für das Jahr 905 betrug das Effektenkonto 9,89 Mill. Rbl.; der größte Teil bestand aus der % Rente, die 5% Anleihe des Jahres 1905 stand mit 2,51 Mill. Rbl. und die deutsche nleihe $4^1/_2$% 1905 mit 2,33 Mill. Rbl. Frankfurter Zeitung, 7. April 1906, I. Morgenblatt.

Die zweite große Finanzoperation, welche die Privatbanken auf dem inneren Markte ausgeführt haben, war die Begebung der 5% inneren steuerfreien Anleihe. Die Anleihe sollte laut Ukas vom 22./25. März 1905 im Betrage von 200 Mill. Rbl. und zu 96% aufgelegt, emittiert werden. Von diesem Betrage übernahmen die russischen Privatbanken 100 Mill. Rbl. fest zu 94% und sicherten sich für 50 Mill. ein Optionsrecht; der Rest mußte mit Hilfe der Staatsbank untergebracht werden.

Der Subskriptionspreis entsprach dem einer nicht steuerfreien zu 90%. Die 4% Staatsrente stand zur Zeit auf 86 3/4%.

Die Banken brachten den fest übernommenen Teil unter und übten die Option für weitere 55 Mill. Rbl. aus.

Den Rest von 45 Mill. Rbl. wurde den Sparkassen übergeben und zwar zu 95%.[1])

Die Kursentwicklung dieser Anleihe ist von politischen Momenten stark beeinflußt worden. Die 5% innere Anleihe ist am 11./31. März zu 96% emittiert worden. Kurs ultima 1905/1909: 96, 91 1/4, 96 3/4, 101. Die Realverzinsung bei dieser Geldbeschaffung war 5,201%. Die Emissionsbedingungen waren die üblichen; die Abnahme war in drei Terminen zu bewirken: am 29. März nach der Zuteilung, zweites Drittel am 29. April und das dritte am 30. Mai.[2])

Laut Ukas vom 29. Juli 1905 wurden weitere 200 Mill. Rbl. 5% innere Anleihe emittiert. Die Banken übernahmen diese Anleihe zu 95% für freihändigen Verkauf von 96 1/2 aufwärts. Zur Zeit stand die 5% innere Anleiheemission auf 96 5/8—96 3/4. Dem Konsortium war auch der Zinsschein überlassen.[3]) Die letzte Geldbeschaffung auf dem inneren Markte war die Begebung der III. Emission der 5% steuerfreien Anleihe.

Die Anleihe war nach der Meldung der Frankfurter Zeitung schon im März 1906 im Betrage von 100 Mill. Rbl. zu 90% abgeschlossen und mußte zu 93% und 1/4% Bonifikation emittiert werden. Die Emission aber blieb unausgeführt. Die Zeitung meinte, es seien zwingende Gründe der Notwendigkeit vorhanden gewesen, zu inneren Anleihen zu greifen.[4])

---

[1]) Frankfurter Zeitung, 27. April 1905, Abendblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 30. März 1905, II. Morgenblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 28. August 1905, Abendblatt.
[4]) Frankfurter Zeitung, 2., 9. u. 14. März 1906, Abendblatt.

Statt sich mit der Unterbringung dieser Anleihen zu befassen, mußten die russischen Großbanken der Regierung eine Unterstützung fast in gleicher Höhe gewähren, in dem sie die verfallenen Schatzwechsel in hohen Beträgen (gegen 60 Mill. Rbl.) an sich cedieren ließen und zahlten dafür in eigenen Accepten und barem Gold. [1]) Am 22. März kam die Nachricht, daß die russischen Schatzwechsel aus Berlin stammen und im Betrage von etwa 40—50 Mill. Mk. durch die russischen Banken übernommen sind, da die Berliner Finanziers nicht geneigt waren, die verfallenen Wechsel durch irgend eine Art von staatlichen Papieren ersetzen zu lassen.

Finanztechnisch leisteten in diesem Falle die russischen Banken eine Garantie für die russische Regierung. Und nicht nur, daß sie ihr Giro auf die Zahlungsversprechungen des Staates stellten, sie unterstützten sogar direkt durch Goldsendungen nach Berlin die durch die russische Auswanderer in Massen mitgebrachtes Papiergeld in Berlin beinahe in Schwankung geratene Währung. Im Laufe von wenigen Tagen sandten sie nach Berlin über 60 Mill. Mk. Gold.[2])

Die Lage des Berliner Marktes bedurfte dieser Unterstützung sehr. Eine Versteifung machte sich infolge der Brandkatastrophe in San Francisko und der noch in Schwebe befindlichen Konferenz über Marokko, die das Entziehen der französischen Pensionen zur Folge hatte, unliebsam fühlbar.

Um diese Zeit befand sich die Regierung in einer solchen Geldklemme, daß sie die Statuten der Staatsbank zu suspendieren veranlaßt wurde: sie hatte sich verpflichtet, die neu kreierten Schatzwechsel bis zum 13. Januar 1907 zu $5\frac{1}{2}\,\%$ zu rediskontieren und die Beträge in Gold oder zur Parität Rbl. 100 = Mk. 216 = Frcs. 266, $\frac{2}{3}$ auszuzahlen. Im April des Jahres 1906 ist die Regierung zur Lichtung des eigenen Portefeuilles geschritten. Der Verkauf von 15000 Stück Aktien der Russisch-Chinesischen Bank zu einem recht niedrigen Preise von etwa 260, um etwa 4 Mill. Rbl. disponibel zu machen, übten auf die Börse den schlimmsten Eindruck aus, da es bekannt war, welchen großen Wert die russische Regierung dem Besitz dieser Aktien beilegte; damit ging die Regierung auch der Kontrolle über die Bank verlustig.

---

[1]) Frankfurter Zeitung, 22., 26. März 1906, Abendblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 23., 25. März 1905. Abendblatt.
[3]) Frankfurter Zeitung, 28., 29. Dezember 1905, Adendblatt.
[4]) Frankfurter Zeitung, 22. April, 1906 II. Morgenblatt.

Der innere Markt war zu dieser Zeit an der Grenze der Leistungsfähigkeit.

Als die Pariser Bankiers den russischen Banken 300 Mill. Rbl. für Plazierung von 850 Mill. 5 % Anleihe 1906 zugedacht hatten, wiesen die russischen Banken diese Quote zurück, als der Aufnahmefähigkeit des Marktes nicht entsprechend und beteiligten sich an der Uebernahme nur mit 500 Mill. Frcs.[1])

Die in Petersburg erzielte 1 1/2 fache Ueberzeichnung darf nicht allein auf die Beteiligung des russischen Publikums zurückgeführt werden: die Banken offerierten die Anleihe in Deutschland, wo für die Anleihe keine Zeichnungsstellen errichtet waren, weil Deutschland aus politischer Verstimmung nach der Algeciraskonferenz sich nicht an der Uebernahme beteiligen wollte.

Bekanntlich ist bei dieser Emission Deutschland mit Offerten von allerorts überschwemmt worden, aus Oesterreich, Rußland und aus England, direkt und aus Kopenhagen und aus Holland.[2])

Durch rasche Besserung der Lage im Inneren Rußlands, durch Zuströmen der während des Krieges verausgabten Gelder an die Banken ist Rußland seit 1907 in der Lage gewesen, nicht von der odiosen Finanzoperation mit der 5 1/2 % Schatzwechsel mit Garantie in vollem Umfange von 400 Mill. Rbl. von der Staatsbank Gebrauch zu machen.

Sie kreierte im Jahre 1908 noch eine 5 % innere Anleihe des Typus des Jahres 1905. Die Regierung hat sich verpflichtet, vor 1909 auf dem französischen Markte mit neuen Anleihen nicht zu erscheinen.

Die 5 % innere Anleihe des Jahres 1908 III. Emission, ist in einem Nominalbetrage von 200 000 000 Rbl. laut Ukas vom 19. Juni 1908 für die Verstärkung der allgemeinen Mittel der Staatsrentei und die Deckung des zu erwartenden Defizits des Budget des Jahres 1908 auf den Markt gebracht worden.

Der Teil von 65 000 000 Rbl. nom. ist durch die Sparkassen zu 94,5 v. H. untergebracht, — erlöst wurden 61 425,00 Rbl. — und der andere Teil 135 000 000 Rbl. ist auf ein Spezialkonto der Staatsrentei in den Handelsbanken Rußlands übergeben worden. Der Uebernahmekurs ist 94 v. H. gewesen. Erlöst wurden 126 900 000. Der mittlere Uebernahmekurs ist 94,15 %, die Revalverzinsung 5,31 %.

[1]) Frankfurter Zeitung, 17. April 1906, Abendblatt.
[2]) Frankfurter Zeitung, 25. April 1905, Abendblatt.

Wie die gestundeten Beträge an den Staat abgeliefert wurden, arüber gibt uns die Verteilung der außerordentlichen Einnahmen es russischen Staates in diesem Jahre Aufschluß. Der Hauptteil st im Juli an den Staat ausbezahlt worden. [1])

Das Erscheinen der Anleihen auf dem inneren Markte, welche on der 5 % Kapitalrentensteuer befreit waren, bedeutet eine Wen- ung der russischen Emissionsanleihepolitik, eine Wendung, der urchaus ein Zug von Unfreiwilligkeit innewohnt.

Nicht etwa, weil dies eine Ausnahme wäre, die Steuerfreiheit er ausländischen Inhaber russischer 4 % Renten war als Präzedenz- all da, die Finanzverwaltung benützte diesen Fall, um das heimische ublikum für das Geschäft zu interessieren. Die Ausfälle der teuern verteilten sich auf eine Anzahl von Jahren; durch Verzicht ber auf Einkünfte aus der Kapitalrentensteuer von diesen Anleihen urden viel höhere Kurse erzielt. [2])

Die zweite Eigentümlichkeit bestand darin, daß die Regierung uch im Inlande sich das Recht nehmen ließ, die Anleihen vor . Januar 1917 zur Konversion anzumelden, oder Tilgung vorzu- ehmen. Dieses Privilegium war für die Inhaber anderer Fonds ehr von Nachteil. Wie das bei der allgemeinen Besserung der

---

[1]) Die Eingänge der außerordentlichen Einnahmen in den Jahren 1908 und 1909 ach Monaten, in Tausenden Rubel.

I.	2 775	148	VII.	88 042	314
II.	2 051	149 092	VIII.	175	182
III.	2 294	419	IX.	10 669	160
IV.	327	2 737	X.	10 865	418
V.	747	727	XI.	19 272	307
VI.	41 933	7 651	XII.	21 705	585

Im Jahre 1908 ist eine innere Anleihe kreiert worden; die Regierung stundete en Bankhäusern und den Banken die Zahlung der Erlöse; daher stammt diese leichmäßige Verteilung der Eingänge.

Für das Jahr 1909 aber, in dem eine auswärtige Anleihe abgeschlossen urde, haben wir wieder ein typisches Bild der obengenannten Verteilung. Am 3. Januar ist sie gezeichnet worden, im Februar wurde der Betrag einkassiert.

[2]) Die Wirkung der Kapitalrentensteuer besteht in der entsprechend niedrigen Bewertung des betreffenden Papieres. Die Nettoverzinsung gestaltet sich bei einem atz der Kapitalrentensteuer von 5 % folgendermaßen:

3 % —2,85 %	4 % —3,80 %
3½ % —3,325 „	4½ % —4,275 „
3,79 % —3,6 „	5 % —4,75 „

Daher mußte der Emissionskurs für eine 5 % steuerpflichtige Anleihe aus ,75 % ausgehend bestimmt werden.

Wir bekommen für die drei Emissionen:

Den Uebernahmekurs: 89,30 %, 90,25 %, 89,44 %.

Der Ausfall des Erlöses wäre: 4,70 %, 4,75 %, 4,71 %.

Das bedeutet einen Ausfall an drei Anleihen von insgesamt 600 Mill. Rbl. om. nicht weniger als 28,32 Mill. Rbl.

Lage auch zu erwarten war, stiegen die 5% inneren Anleihen sofort über pari, die Regierung aber war nicht in der Lage, diese Besserung für die Erleichterung der Steuerzahler durch die Herabsetzung der Nominalverzinsung auszunutzen.

Die beiden neuen Züge der Politik sind als Folgen der Verschlechterung des russischen Staatskredits seit Anfang des russisch-japanischeu Krieges und der darauf folgenden inneren Unruhen und Mißernte zu betrachten.

Am krassesten war die schwierige Lage der Regierung im Jahre 1906 wahrnehmbar, als die Regierung unter allen Umständen vor der Berufung der Duma das Geld haben wollte.

Die Finanzoperationen a. d. inneren Markte, die nicht d. Geldbeschaffung als Zweck hatten.

Im Rahmen meiner Arbeit gehören wenige Operationen dazu.

An erster Stelle beschäftigte sich die Regierung mit der Durchführung des freiwilligen Umtausches der 4% inneren Anleihe in den Jahren 1887 und 1891.

Die Operation bestand darin, daß die Inhaber der 4% inneren Anleihe den gleichen Nominalbetrag in 4% Staatsrente bekamen.

Die Beweggründe für die Annahme dieses Umtauschses waren: die Vorteile der viermaligen Zinsbezüge im Jahr, statt halbjährigen Zinsscheinen bei der 4% inneren Anleihe, dann die Bonifikation, welche in dem Kursunterschied der 4% Staatsrente und 4% inneren Anleihe bestand. Zurzeit der Ankündigung dieses Umtausches war der Kurs der 4% inneren Anleihe $99^1/_4$%, die 4% Staatsrente notierte $99^3/_4$%. Dieser Kursunterschied bedeutete eine Bonifikation von $^1/_2$% an den Inhaber der 4% inneren Anleihe.[1])

Dem Umtausch unterlagen 4% innere Anleihen in einem Betrage von nom. 534,3 Mill. Rbl. Als Anmeldungstermin war 16.24, III. 1895 festgesetzt. Später war diese Operation fortgesetzt.

Bis zum Jahre 1899 war dafür 540 Mill. Rbl. nom. 4% Staatsrente emittiert worden.[2])

Im Jahre 1899 ist beschlossen worden, die nicht umgetauschten Obligationen der 4% inneren Anleihe zurückzukaufen und dafür wurden neue Serien der 4% Rente ausgegeben.

---

[1]) Frankfurter Zeitung, 23. März 1895, I. Morgenblatt.

[2]) Von diesem Betrag fand ein Teil der Serie 164 Verwendung für freiwilligen Umtausch der vom Staate erworbenen Eisenbahnobligationen.

Die Operation hatte einen mäßigen Erfolg, wie das übrigens on vornherein zu erwarten war und ist durch die Zuhilfenahme er Staatssparkassen beendet worden Die Sparkassen kauften die loch in Umlauf gewesenen Beträge der 4 % inneren Anleihen auf nd tauschten sie gegen 4 % Staatsrente um.

Der Operation mit dem Umtausch der 4 % inneren Anleihen egen 4 % Staatsrente ist die Konversion der 5 % Orientanleihen nd 5 % Bankbillets vorausgegangen. Diese Operation ist an nderer Stelle bereits besprochen.

Von den Operationen, die auf dem inneren Markte vollzogen urden, kommt besondere Bedeutung der Konsolidierung der chwebenden Schuld des Staates zu. Diese Operation stand im nnigsten Zusammenhang mit der russischen Valutareform und beweckte die Beseitigung der Konkurrenz der Serien, (Schatzfonds) nit Kreditbillets der Staatsbank. Serien sind bekanntlich dem taate gegenüber eine Art verzinslichen Geldes; sie werden in Abchnitten zu 10 und 100 Rbl. ausgegeben und gleich barem Gelde ei allen an die Regierung zu leistenden Zahlungen entgegengenommen und zwar zum Nennwert. Andererseits sind sie kurzristige Anleihen des Staates mit vierjähriger Laufzeit, haben Zinsscheine, die älteren Emissionen einjährige und spätere halbjährige.

Die Serien werden an die Kassen der Staatsbank und der Renteien präsentiert und vergrößern die Passiva der Staatsbank.

Aus währungspolitischen Rücksichten sind sie vor der Einführung der neuen auf Gold beruhenden Währung in den Jahren 897 und 1898 und 1899 im Betrage von 110 Mill. Rbl. eingezogen worden.

Eine weitere Operation bestand in der Konversion der $4^1/_2$ % Pfandbriefe der ehemaligen Cesellschaft des gegenseitigen Kredits.

Ein Teil der Pfandbriefe dieser Gesellschaft war durch Ausgabe on 3 % Goldanleihe im Jahre 1894 konvertiert worden. Diese Anleihe war vorwiegend für das Ausland bestimmt.

Es war bestimmt worden, den Rest dieser Pfandbriefe gegen 3,8 % Anleihe, die allerdings in Berlin und Amsterdam eingeführt war, umzutauschen.

Diese Konversionsanleihe hat deswegen solche Nominalverzinsung bekommen, weil die Regierung die gleichen Bedingungen wie für 4 % Rente dadurch schaffen wollte, daß sie die Anleihe als 3,8 % und steuerfrei anbot. Dies war die Nettoverzinsung

der 4 % Rente von der die Koupons der 5 % Kapitalrentensteuer unterlagen.

Vom technischen Standpunkte aus ist es von Interesse, daß die Regierung, wieder nach dem französischen Vorbild, in die Konversionsbedingungen die Klausel einschob, daß die Inhaber, welche zum anberaumten Termin den Umtausch nicht vollzogen hatten, sich mit dem Rückkauf der Titel einverstanden erklärt haben.

Die $4^1/_2$ % Pfandbriefe lauteten auf Rbl. Gold. Die Konversion ist zur Parität 100 Rbl. Gold = 150 Rbl. neuer Währung, mit Vergütung von $52^1/_2$ Kop. für Zinsausfall für die Zeit vom 2. Januar bis 1. Juli und al pari angemeldet worden. Von 117 550 950 Rbl. neuer Währung sind bis 13. April 1898 85,4 Mill. Rbl. angemeldet; die übrigen 32,1 Mill. Rbl. unterlagen dem Rückkauf.

Dafür waren Serien 203—205 der 4 % Staatsrente emittiert.

Die Emissionen der 4 % Staatsrente im Jahre 1906 im Betrage von 50 Mill. Rbl. und im Jahre 1907 mit 110 Rbl. sind den Sparkassen übergeben worden.

Im Laufe der Zeit von 1894 bis 1900 war die Regierung eifrig beschäftigt mit der Konversion der Eisenbahnwerte der durch den Staat erworbenen Eisenbahnen, mit den Umtausch von Aktien gegen 4 % Staatsrente. Die Operationen waren auf dem inneren Markte und im Auslande mit beträchtlichen Aufwendungen von Staatsmitteln ausgeführt. Berlin und Amsterdam hatten dabei eine gute Einnahme, weil beide Plätze in russischen Eisenbahnwerten stark engagiert sind. Sie hatten Gewinne von Bonifikationen und Zuzahlungen, sowie von der günstigen Bewertung bei der Festsetzung des Rückkaufpreises bei Verstaatlichung. Die Finanzoperationen mit dem Eisenbahnanleihen des russischen Staates werden den Gegenstand einer anderen Untersuchung bilden.

Die Resultate der Finanzoperation, die nicht die Geldbeschaffung als Zweck hatten, sind aus der Tabelle Nr. VI, Anhang, ersichtlich.

Kapitel VIII. Kurze Darstellung des Geldverkehrs Rußlands mit dem Ausland.

Ich halte es für angebracht die Darlegung der russischen Anleihe-Emissionspolitik durch eine kurze Darstellung der Organisation des Geldverkehrs Rußlands mit dem Ausland zu ergänzen.

Zur Befriedigung des Geldverkehrs Rußlands mit dem Ausland erkauft die Staatsbank die ausländische Valuta zu einem festgesetzten Kurs. Der Ankauf geschieht auch zu einem bestimmten Satz. In dieser Weise werden die Wechselkurse sehr günstig beeinflußt.

Durch solche Devisenpolitik der Staatsbank hat sich diese einen großen Verdienst erworben, sodaß das Ausland einige Züge dieser Politik nachzuahmen bestrebt ist.

Aus den Verpflichtungen Rußlands dem Auslande gegenüber sind die Zahlungen an das Ausland in der Höhe von ca. 300 Mill. Rbl. jährlich,[1]) vom Handelsverkehr abgesehen, gewachsen. Der Zinsen- und Tilgungsdienst der Staatsschulden nimmt mit ca. 200 Mill. Rbl.[2]) daran Teil. Die staatlichen Bestellungen, Konsulardienst und sonstiges kommen noch hinzu.

Als ein Land mit Papierwährung war Rußland veranlaßt für den günstigen Kurs des Rubels zu sorgen, da die auswärtigen Schulden in Metallwährung und meistens in Währung der fremden Länder abgeschlossen waren, und hat schon im Jahre 1866 einen Fonds für den Ankauf von Rimessen und Tratten bei der Staatsbank angelegt.

Die Verwaltung dieses Fonds ist der ausländischen Abteilung der besonderen Kanzlei für die Kreditangelegenheiten anvertraut.

Die ausländische Abteilung verfügte über Summen der Staatsrentei, hatte Kontokorrent bei der Staatsbank und bei den ausländischen Bankiers. Am 1. Januar 1907 hatte die Abteilung Kassa im Auslande 15000 Rbl. bei der Staatsbank auf dem Konto

---

[1]) Stenographische Berichte der Budgetkommission der Reichsduma, Druckache Nr. 41, Seite 39, III. Duma, 3. Legislativperiode.

[2]) Zinsen- und Tilgungsdienst der Staatsschulden erforderten:

In Rubel	Für die Gesamt-Schulden	Für die Eisenbahn-Schulden	In Rubel	Für die Gesamt-Schulden	Für die Eisenbahn-Schulden
1890	256 155 260	64 395 057	1901	276 550 025	126 149 809
1891	249 264 710	68 249 043	1902	290 288 503	128 794 159
1892	257 576 876	72 180 221	1903	288 713 825	135 703 329
1893	259 394 882	67 840 124	1904	297 566 747	136 143 264
1894	270 032 421	83 724 819	1905	306 556 193	132 375 744
1895	276 996 723	98 430 213	1906	356 532 829	134 885 876
1896	268 214 123	113 117 081	1907	374 406 225	133 347 215
1897	260 369 468	114 776 842	1908	397 604 700	137 054 960
1898	273 513 951	114 594 467	1909	394 960 609	134 985 050
1899	275 754 597	117 322 346	1910	409 001 913	137 780 959
1900	266 958 532	112 264 262			

Nach Jahresberichten der Staatskontrolle 1890—1910.

der Rentei 98,3 Mill. Rbl., im Auslande in ausländischer Valuta 291,1 Mill. Rbl., und Tratten und Transferte machten 2,2 Mill. Rbl. — zusammen — 298,3 Mill. Rbl.[1])

Längere Zeit konnte man nicht über die Höhe dieses Fonds und des Reservefonds hiezu irgend eine offizielle Angabe bekommen. Nach der Meinung des Herrn Direktors der Kreditkanzlei waren die Gründe für die Geheimhaltung die, daß die Öffentlichkeit nichts über die Maßnahmen gegen die Börsenspekulation etwas erfahren sollte.[2])

Anläßlich der Etatsberatung in der Budget-Kommission der Reichsduma ist vorgeschlagen worden den Ankauf von Devisen für den Staat auch für die Staatsbank zu übertragen, und die ausländische Abteilung zu liquidieren. Die Staatsbank wußte doch die Devisenpolitik gut zu gestalten.

Auf diese Vorschläge äußerte sich der Finanzminister, daß ohne die ausländische Abteilung der Kreditkanzlei es ihm unmöglich wird die Finanzen Rußlands weiter zu verwalten.[3])

Es handelte sich also dabei nicht blos um die Beschaffung von Devisen, sondern um andere Dienste dieser Abteilung.

Eine Tabelle des Anhangs[4]) gibt uns den Schlüssel hiezu: Die Umsätze auf dem Konto der Besonderen Kanzlei für Kreditangelegenheiten bei der Staatsrentei in der Zeit 1904—1906 waren 777,6, 1 196,0, 807,5 Mill. Rbl.

Im Auslande waren zu der gleichen Zeit die Umsätze der Besonderen Kanzlei 11 176,9, 1 627,6 und 2 209,4 Mill. Rbl.[5])

Kapitel IX. Schlußwort.

Die russische Emissions-Anleihepolitik hat also zwei große Perioden, die der friedlichen Entwicklung und die der Kriegszeit mit der darauf folgenden Liquidation.

---

[1]) Stenographische Berichte der Budget-Kommission der Reichsduma. Drucksache Nr. 41, Seite 39, III. Duma, 3. Legislativperiode.

[2]) Stenographischer Bericht der Budget-Kommission der Reichsduma, Drucksache Nr. 41, S. 7, III. Duma, 3. Legislativperiode.

[3]) Stenographische Berichte der Budget-Kommission der Reichsduma, Drucksache Nr. 41, Seite 39, III. Duma, 3. Legislativperiode.

[4]) Anhang IX.

[5]) Anhang VIII und IX.

Die erste Periode zeichnet sich durch die Unifizierung der taatsschulden aus: der Gedanke, der der Finanzverwaltung vor-chwebte war, alle Typen der Staatsschulden zu einer 4 % inneren ente und die Eisenbahnschulden zu einem Typus der der 4 % oldrente — Consolidierter Eisenbahnrente — zu vereinigen.

In der Zeit bis 1900 wurde dieser Gedanke mit einer großen onsequenz und mit sehr geschickter Ausnützuug der Lage des ternationalen Kapitalmarktes verwirklicht.

Wie ein Keil drängte sich die ostasiatische Politik dazwischen nd stellte neue Anforderungen an die Finanzverwaltung.

Durch die vorzügliche Organisation der ausländischen In-rmationsdienste und die enge Fühlung mit der Finanzwelt, ist ese Aufgabe sehr vollkommen gelöst worden. Auch bezahlte die ssische Regierung diese Dienste den Leistungen entsprechend.

Mit dem Ausbruch des russisch-japanischen Krieges, der die edenkliche Unterlage der bureaukratischen Verwaltung des riesigen taates bloss gelegt hatte, ist die Lage der Finanzverwaltung überaus chwierig geworden. Ein Zug der Unfreiwilligkeit wohnte von da o der russischen Emissionsanleihepolitik inne.

Die Niederlagen auf dem Kriegsschauplatz und äußerst akute älle von Mißwirtschaft in einzelnen Ressorts machten jede Geld-eschaffung überaus schwierig.

Man kann sagen, daß es nicht ganz leicht ist die großen eldaufwendungen bei dem modernen Kriege vorauszusehen, be-nders, wenn die Streitkräfte um die Erde geschickt werden oder ber sechs- bis achttausend Kilometer weite Strecken versorgt werden üssen; aber trotz der Schwierigkeiten und wohl auch mancher ehlern ist die Versorgung des Landes mit Geldmitteln, und was och wichtiger war, die Erhaltung der bestehenden Valuta, der ssischen Finanzverwaltung gelungen.

Und der tiefe Sturz des Staatskredits konnte nicht den Finanz-ännern jener Zeit zur Last gelegt werden: die Kreise, die die eiheitliche Entwicklung des Landes hemmten, müssen dafür ver-ntwortlich gemacht werden.

So müssen wir bekennen, daß, trotz der enormen Beanspruchung er Kapitalmärkte, Rußland technisch seine Emissionsgeschäfte – unter Umständen die nicht allein in der Hand des Finanz-inisters lagen — äußerst vollkommen gestaltete.

Es ist nicht zu leugnen, daß vom staatswirtschaftlichen Gesichtspunkte aus nicht jede Geldbeschaffung Rußlands Billigung finden kann.

Wenn wir aber die Tätigkeit der Finanzverwaltung bei den gegebenen Verhältnissen sowohl im Auslande wie Inlande, von technischer Seite aus betrachten, gelangen wir zu dem Schluß, daß die Emissions-Anleihepolitik Rußlands manche nachahmenswerte Züge hat und durchaus nicht als verfehlt genannt werden darf.

Anhang.

I. Russische Staatsschuld am 1./14. Januar 1911.

Vom russischen Staate emittierte Anleihen und vom Staate als öffentliche huld übernommene Obligationen verstaatlichter Eisenbahnen.

Jahr der mission oder r Uebernahme rch den Staat	Benennung der Anleihen	Im Umlauf am 1./14 Jan. 1911 In Rbln. zu 1/15 Imp.
	I. 6% Anleihen. Steuerfrei.	
817—1818	Anleihen von 1817—1818	38 451 341
	II. 5% Anleihen.	
	a) Steuerfreie	
1820	1. Anleihe von 1820	14 571 613
1822	2. Anleihe von 1822	41 508 360
1822	2. Anleihe von 1822 (auf Rubel lautend) . . .	1 893 248
1854	5. Anleihe von 1854	24 358 500
1855	6. Anleihe von 1855 (auf Rubel lautend) . . .	253 500
1900	Moskau-Jaroslaw-Obligationen	14 789 063
1905	Anleihe von 1905, 1. Emission	194 430 600
1905	Anleihe von 1905, 2. Emission	195 415 400
1906	Anleihe von 1906	843 750 000
1908	Anleihe von 1908, 3. Emission	198 747 700
	b) Steuerpflichtige	
1864	1. Prämienanleihe	47 130 000
1866	2. Prämienanleihe	49 730 000
1884	Goldrente von 1884	30 000 000
1895	Pfandbriefe der ehemaligen Gesellschaft gegenseitigen Kredits	5 178 000
	III. 4½% Anleihen.	
	a) Steuerfreie	
1900	Jwangorod-Dombrowo-Obligationen, 1. Emission .	18 648 000
1905	Anleihe von 1905	231 500 000
1909	Anleihe von 1909	525 000 000
	b) Steuerpflichtige	
1900	Jwangorod-Dombrowo-Obligationen, 2. Emission .	1 739 812
	IV. 4% Anleihen.	
	a) Steuerfreie	
1859	4% Anleihe	153 810 733
1867	Nicolai-Obligationen, 1. Emission	93 433 688
1869	Nicolai-Obligationen, 2. Emission	86 776 312
1880	Konsolidierte Obligationen, 6. Emission	203 027 063

Jahr der Emission oder der Uebernahme durch den Staat	Benennung der Anleihen	Im Umlauf am 1./14. Jan. 1911 in Rbln. zu 1/15 Imp.
1882	Tambow-Saratow-Obligationen	9 989 250
1889	Konsolidierte Obligationen, 1. Serie	248 146 875
1889	Konsolidierte Obligationen, 2. Serie	440 284 500
1889	Transkaukasische Obligationen	8 343 750
1889	Goldanleihe, 1. Emission	176 887 500
1890	Goldanleihe, 2. Emission	127 359 375
1890	Goldanleihe, 3. Emission	106 776 562
1890	Goldanleihe, 4. Emission	13 720 313
1891	Konsolidierte Obligationen, 3. Serie	113 437 500
1891	Orel-Griazi-Obligationen, Serie A	3 656 725
1891	Orel-Griazi-Obligationen, Serie B	20 248 860
1893	Obligationen der Russischen grossen Eisenbahn-Gesellschaft, 1. Emission	38 411 250
1893	Obligationen der Russischen grossen Eisenbahn-Gesellschaft, 2. Emission	2 628 937
1893	Goldanleihe, 5. Emission	64 171 875
1894	Goldanleihe, 6. Emission	163 781 250
1894	Dwinsk-Witebsk-Obligationen	25 511 039
1894	Kursk-Charkow-Azow-Obligationen, Serie A	5 344 828
1894	" " " " " "	10 665 225
1894	Kursk-Charkow-Azow-Obligationen, Serie B	58 916 980
1894	Orel-Witebsk-Obligationen	15 424 688
1894	Süd-West-Obligationen	38 512 125
1900	Moskau, Saroslaw-Archangel-Obligationen	13 243 569
1896	Moskau-Smolensk-Obligationen	4 258 321 / 15 439 703
1901	Russische konsolidierte Rente	159 000 000
1902	Anleihe von 1902	178 409 410
	b) Steuerpflichtige	
1892	Moskau-Kursk-Obligationen	8 486 577
1893	Donetz-Obligationen	9 573 000
1893	Obligationen der Russischen grossen Eisenbahn-Gesellschaft (Nicolai 1888)	15 407 813
1893	Obligationen der Russischen grossen Eisenbahn-Gesellschaft, 4. Emission	20 628 750
1893	Obligationen der Russischen grossen Eisenbahn-Gesellschaft (Nicolai 1893)	1 184 000
1894	Riga-Dwinsk-Obligationen	11 191 500
1894	Kursk-Charkow-Azow-Obligationen, Emission 1894	9 675 000
1894	Russische Staats-Rente	2 820 000 000
1900	Moskau-Jaroslaw-Archangel-Obligationen, 1. Em.	1 019 700
1900	Moskau-Jaroslaw-Archangel-Obligationen, 2. Em.	8 785 400
1900	Moskau-Jaroslaw-Archangel-Obligationen, 4. Em.	511 700
1900	Moskau-Jaroslaw-Archangel-Obligationen, 5. Em.	151 600
	V. $3^{8}/_{10}$ % Anleihen. Steuerfrei.	
1898	Konversions-Anleihe	82 979 400
	VI. $3^{1}/_{2}$ % Anleihen. Steuerfrei.	
1894	Anleihe von 1894	143 156 250
	VII. 3 % Anleihen.	
	a) Steuerfreie	
1859	Anleihe von 1859	18 512 110
1889	Transkaukasische Obligationen	67 634 438

Jahr der mission oder Uebernahme ch den Staat	Benennung der Anleihen	Im Umlauf am 1./14. Jan. 1911 In Rbln. zu 1/15 Imp.
1891	Anleihe von 1891	173 934 375
1893	Obligationen der Russischen grossen Eisenbahn-gesellschaft, 3. Emission	15 652 125
1894	Anleihe von 1894, 2. Emission	58 275 000
1896	Anleihe von 1896	150 000 000
	b) Steuerpflichtige	
1889	Morschansk-Sysran-Obligationen	3 584 812
1889	Rjaschsk-Wiasma-Obligationen	4 456 500
	Ewige Depots.	
	5 %ige	288 377
	4½ %ige	6 395 953
	4 %ige	34 448 269
	3½ %ige } Schatzbons (Serienbillets)	{ 20 976 792
	4 %ige }	{ 250 000 000
	3,6 %ige und 3 %ige	516 000
	Insgesamt	9 014 141 796

Handbuch für Inhaber Russischer Fonds s. Petersburg 1911, S. 28–31.

---

l. Liste der für allgemeine Staatszwecke ausgegebenen Anleihe.

3 % Goldanleihe, 2. Emission, 1894.

(Ukas vom 22. Juni / 4. Juli 1894).

rwendungszweck: Einlösung der Pfandbriefe der Russischen Zentral-Boden-Kredit-Bank.

Auslande notiert: Paris, Amsterdam.

sprünglicher Betrag der Anleihe . . . . . Frcs. 166 500 000

ch zu tilgendes Kapital am 1. / 14. Januar 1911 . . . . „ 155 400 000

points: 500, 2 500 und 12 500 Frcs.

f den Stücken verzeichnete Paritäten: 125 Rbl. Gold = 500 Frcs. = 404 Reichsmark = 19 £ 15 sh. 6 d. = 239 Fl. Holl. = 360 Kronen = 96,25 $ U. S. Gold.

ns-Termine: 1 Januar, 1 April, 1 Juli und 1 Oktober.

nortisation: Die Tilgung erfolgt zu pari durch halbjährliche Verlosungen im Laufe von 79 Jahren, von 1894 ab.

ehungen: 1. April und 1. Oktober.

ickzahlungen: 1. Juli für die am 1. April gezogenen Stücke,
1. Januar für die am 1. Oktober gezogenen Stücke.

Zahlstellen im Auslande:

ris — Banque de Paris et des Pays-Bas; Crédit Lyonnais; Comptoir National d'Escompte de Paris; Hottinguer & Co.; E. Hoskier & Co.

nsterdam. — Lippmann, Rosenthal & Co.

rlin. — Mendelssohn & Co.

penhagen. — Privatbank in Kopenhagen.

ndon. — Russian Bank for foreign trade; Crédit Lyonnais; Comptoir National d'Escompte de Paris.

w-York. — Kidder, Peabody & Co.

3½ % Goldanleihe von 1894.

(Ukas vom 24. November / 6. Dezember 1894.

rwendungszweck: Einlösung von 5 % Obligationen verschiedener Eisenbahn-Gesellschaften, deren Linien vom Staate übernommen wurden.

Im Auslande notiert: Paris, Amsterdam, Berlin, London.
Ursprünglicher Betrag der Anleihe . . . . . Frcs. 400 000 000
Noch zu tilgendes Kapital am 1. / 14. Januar 1911 . . . . „ 381 750 000
Appoints: 500, 2 500 und 12 500 Frcs.
Auf den Stücken verzeichnete Paritäten: 125 Rbl. Gold = 500 Frcs. = 404 Reichsmark = 19 £ 15 sh. 6 d. = 239 Fl. Holl. = 360 Kronen = 96,25 $ U. S. Gold.
Zins-Termine: 1. Januar, 1. April, 1. Juli und 1. Oktober.
Amortisation: Die Tilgung erfolgt zu pari durch halbjährige Verlosungen im Laufe von 81 Jahren, von 1895 ab.
Ziehungen: 1. April und 1. Oktober.
Rückzahlungen: 1. Juli für die am 1. April gezogenen Stücke,
1. Januar für die am 1. Oktober gezogenen.

Zahlstellen im Auslande:
Paris. — de Rothschild frères.
Berlin. — Mendelssohn & Co.; S. Bleichröder; Direktion der Diskonto-Gesellschaft.
Frankfurt a. M. — Direktion der Diskonto-Gesellschaft.
London. — N. M. Rothschild & Sons.

3% Goldanleihe von 1896.

(Ukas vom 8. / 20. Juli 1896.)

Verwendungszweck: Tilgung der zinslosen Schuld des Schatzes bei der Staatsbank.
Im Auslande notiert: Paris, Amsterdam, Berlin.
Ursprünglicher Betrag der Anleihe . . . . . Frcs 400 000 000
Noch zu tilgendes Kapital am 1. / 14. Januar 1911 . . . . „ 400 000 000
Appoints: 500, 2 500 und 12 500 Frcs.
Auf den Stücken verzeichnete Paritäten: R. 187,50 (125 Rbl. Gold.) = 500 Frcs. = 404 Reichsmark = 19 £ 15 sh. 6 d. = 239 Fl. Holl. = 360 Kronen = 96,25 $ U. S. Gold.
Zins-Termine: 1. Februar, 1. Mai, 1. August und 1. November.
Amortisation: Bis zum 1. Januar 1911 wird weder ein Rückkauf noch eine Amortisation dieser Anleihe stattfinden. Von diesem Zeitpunkt an können die Obligationen in ihrer Gesamtheit oder teilweise amortisiert werden, entweder durch Ankauf an der Börse oder durch Ziehungen.

Zahlstellen im Auslande:
Paris. — de Rothschild frères.
Berlin. — Mendelssohn & Co.; S. Bleichröder; Direktion der Diskonto-Gesellschaft.
Frankfurt a. M. — Direktion der Diskonto-Gesellschaft.
London. — N. M. Rothschild & Sons.

3 3/10 % Konversionsanleihe.

(Ukas vom 6 / 18. März 1898.)

Verwendungszweck: Konvertierung der Pfandbriefe der ehemaligen Gesellschaft gegenseitigen Kredits.
Im Ausland notiert: Amsterdam, Berlin, Brüssel.
Ursprünglicher Betrag der Anleihe . . . . . Rbl. 85 412 400
Noch zu tilgendes Kapital am 1. / 14. Januar 1911 . . . . . „ 82 979 400
Appoints: 150, 750 und 1 500 Rbl.
Auf den Stücken verzeichnete Paritäten: 150 Rbl. = 324 Reichsmark = 400 Frcs. = 15 £ 17 sh. = 192 Fl. Holl.
Zins-Termine: 15. Januar und 14. Juli.
Amortisation: Die Tilgung erfolgt zu pari durch halbjährliche Verlosungen im Laufe von 81 Jahren, von 1898 ab.
Ziehungen: 1. April und 1. Oktober.
Rückzahlungen: 14. Juli für die am 1. April gezogenen Stücke,
15. Januar für die am 1. Oktober gezogenen Stücke.

Zahlstellen im Auslande:
Paris. — de Rothschild frères.
Amsterdam. — L. Auerbach.

erlin. — Mendelssohn & Co.; S. Bleichröder; Direktion der Diskonto-Gesellschaft.
rüssel. — L. Lambert
rankfurt a. M. — Direktion der Diskonto-Gesellschaft.
ondon. — N. M. Rothschild & Sons.

4 % Russische Staatsanleihe von 1902.

(Ukas vom 1. / 14. März 1902.)

Ausgegeben zur Realisierung der chinesischen Kriegsentschädigungszahlungen.
n Auslande notiert: Amsterdam, Berlin.
rsprünglicher Betrag der Anleihe . . . . . RMk. 393 000 000
och zu tilgendes Kapital am 1. / 14. Januar 1911 . . . . „ 385 333 500
ppoints: 500, 1 000, 2 000 und 5 000 RMk.
uf den Stücken verzeichnete Paritäten: 1 000 Reichsmark = 463 Rbl. = 590 Fl. Holl. = 49 £.
ins-Termine: 1. Januar und 1. Juli.
mortisation: Die Tilgung erfolgt zu pari durch jährliche Verlosungen im Laufe von 39 Jahren, von 1902 ab.

Die russische Regierung hat sich verpflichtet, vor dem 1. Januar 1915 die Anleihe weder zu konvertieren, noch die Amortisation zu verstärken.
iehung: im September. Rückzahlung: 1. Januar.

Zahlstellen im Auslande:

msterdam: Lippmann, Rosenthal & Co.
erlin. — Mendelssohn & Co.; S. Bleichröder; Direktion der Diskonto-Gesellschaft; Berliner Handelsgesellschaft.
rankfurt a. M. — Direktion der Diskonto-Gesellschaft.
ondon: Russian Bank for foreign trade.

5 % Schatzbons von 1904.

(Ukas vom 29. April / 12. Mai 1904.)

erwendungszweck: Allgemeine Bedürfnisse des Staatsschatzes.
n Auslande notiert: Paris.
rsprünglicher Betrag der Anleihe . . . . . Frcs. 800 000 000
och zu tilgendes Kapital am 1. Januar 1909 . . . . . „ 800 000 000
ppoints: 500 und 5 000 Frcs.
uf den Stücken verzeichnete Paritäten: Rbl. 187,50 = Frcs. 500.
ns-Termine: 14. Mai und 14. November.
mortisation: Die ganze Anleihe ist am 14. Mai 1909 zu pari rückzahlbar.

Zahlstellen im Auslande:

aris. — Hottinguer & Co.; Banque de Paris et des Pays-Bas; Crédit Lyonnais; Société Générale pour favoriser le développement du Commerce et de l'Industrie en France; Comptoir National d'Escompte de Paris.

4½ % Anleihe von 1905.

(Ukas vom 15. / 18. Dezember 1904.)

erwendungszweck: Allgemeine Bedürfnisse des Staatsschatzes.
n Auslande notiert: Berlin und Amsterdam.
rsprünglicher Betrag der Anleihe . . . . . Rbl. 231 500 000
och zu tilgendes Kapital am 1. / 14. Januar 1911 . . . . „ 231 500 000
ppoints: 500, 1 000, 2 000, 5 000 Mark.
uf den Stücken verzeichnete Paritäten: M. 500 = Rbl. 231,50 = Fl. Holl. 294 = £ 24. 7. 6.
ns-Termine: 1. Januar, 1. Juli.
mortisation: Die Anleihe ist bis 1985 zu tilgen. Bis zum 1. Januar 1917 hat sich die Regierung des Rechtes begeben, die Anleihe zu konvertieren und zu kündigen. Den Inhabern der Obligationen steht das Recht zu, ihre Stücke am 1. Januar 1911 zur Rückzahlung zu pari am 1. Juli 1911 und am

1. Januar 1914 zur Rückzahlung zu pari am 1. Juli 1914 zu kündigen. Von 1917 an wird der alsdann noch umlaufende Teil der Anleihe durch jährliche Verlosung getilgt.
Ziehungen: Von 1917 an am 1. April.
Rückzahlungen: 1. Juli.

Zahlstellen im Auslande:

Berlin. — Mendelssohn & Co.; S. Bleichröder; Direktion der Diskonto-Gesellschaft; Berliner Handelsgesellschaft.
Frankfurt a. M. — Direktion der Diskonto-Gesellschaft.
Amsterdam. — Lippmann, Rosenthal & Co.
London. — Russian Bank for foreign trade.

5 % Anleihe von 1906.

(Ukas vom 4. / 17. April 1906.)

Verwendungszweck: Allgemeine Bedürfnisse des Staatsschatzes.
Im Auslande notiert: Paris, London, Amsterdam, Wien.
NB. In Paris sind die Serien 1—240 und 241 – 273 notiert, in London die Serien 274—339, in Amsterdam die Serien 340—350, in Wien die Serien 241—273.
Ursprünglicher Betrag der Anleihe . . . . . Frcs. 2 250 000 000
Noch zu tilgendes Kapital am 1. / 14. Januar 1911 . . . „ 2 250 000 000
Appoints: 500, 2 500, 5 000 Frcs.
Auf den Stücken verzeichnete Paritäten: Rbl. 187,50 = Frcs. 500 = Rm. 404 = Fl. Holl. 239 = £ 19,17 = östr. Kr. 474.
Zins-Termine: 1. Mai und 1. November.
Amortisation: Die Anleihe ist zu pari bis zum 1. Mai 1956 zu tilgen. Jährliche Ziehungen am 1. Februar, im Jahre 1917 beginnend. Bis zum 1. Mai 1916 kann die Anleihe nicht konvertiert und zur Rückzahlung gekündigt werden, weder ganz noch teilweise.

Zahlstellen im Auslande:

Paris. — Banque des Paris et des Pays-Bas; Crédit Lyonnais; Hottinguer & Co; Comptoir National d'Escompte de Paris; Société Générale pour favoriser le développement du Commerce et de l'Industrie en France; Société Générale de Crédit Industriel et Commercial.
Brüssel und Genf — Die Filialen und Agenturen der vorstehend angegebenen Institute,
Amsterdam. — Hope & Co.; Banque des Paris et des Pays-Bas; Lippmann, Rosenthal & Co.
Berlin. — Mendelssohn & Co.; S. Bleichröder; Direktion der Diskonto-Gesellschaft; Berliner Handelsgesellschaft.
London. — Baring Brothers & Co., Lim.
Wien. — Anglo-Oesterreichische Bank; Wiener Bank-Verein; K. k. priv. Allgemeine österreichische Boden-Kredit-Anstalt; K. k. priv. österreichische Kredit-Anstalt für Handel und Gewerbe; Nieder-österreichische Eskompte-Gesellschaft; K. k. priv. österreichische Länderbank.

4½ % Anleihe von 1909.

(Ukas vom 2. / 15. Januar 1909.)

Verwendungszweck: Rückzahlung der 5 % Schatzbons von 1904 und Deckung der ausserordentlichen Ausgaben des Budgets von 1909.
Im Auslande notiert: Paris, London, Amsterdam.
Ursprünglicher Betrag der Anleihe . . . . . Frcs. 1 400 000 000
Noch zu tilgendes Kapital am 1. / 14. Januar 1911 . . . . „ 1 400 000 000
Appoints: 500, 2 500, 5 000 Frcs.
Auf den Stücken verzeichnete Paritäten: Rbl. 187,50 = Frcs. 500 = M. 404 = Fl. Holl. 239 = £ 19,17.
Zins-Termine: 15. Januar, 15. Juli.

nortisation: Die Anleihe ist bis zum Jahre 1959 durch jährliche Verlosungen zu pari zu tilgen. Die Ziehungen finden am 15. Oktober statt; die erste am 15. Oktober 1919. Bis zum 15. Januar 1919 kann die Anleihe nicht konvertiert und zur Rückzahlung gekündigt werden, weder ganz noch teilweise.

Zahlstellen im Auslande:

ris. — Banque de France et des Pays-Bas; Crédit Lyonnais; Hottinguer & Co.; Comptoir National d'Escompte des Paris; Société Générale pour favoriser le développement du Commerce et de l'Industrie en France; Société Générale de Crédit Industriel et Commerciel.

rüssel und Genf. - Die Filialen und Agenturen der vorstehend angegebenen Institute.

ndon. — Baring Brothers & Co., Limited.

nsterdam. — Hope & Co.; Lippmann, Rosenthal & Co.; Banque de Paris et des Pays Bas.

rlin. — Mendelssohn & Co.; S. Bleichröder; Direktion der Diskonto-Gesellschaft; Berliner Handelsgesellschaft.

5 % Innere Anleihen.

Ukase vom 12. / 25. März 1905 (1. Emission).
29. Juli / 11. August 1905 (2. Emission).
19. Juni / 2. Juli 1908 (3. Emission).

rwendungszweck: Allgemeine Bedürfnisse des Staatsschatzes.
Auslande nicht notiert.

	1. Emission	2. Emission	3. Emission
sprünglicher Betrag:	Rbl. 200 000 000	Rbl. 200 000 000	Rbl. 200 000 000
Umlauf am 14. Januar 1911:	„ 194 430 600	„ 195 415 400	„ 198 747 700

points: 100, 200, 500, 1 000 5 000 Rbl.
s-Termine: 14. März, 14. September.
nortisation: 1. Emission in 49 Jahren von 1905 an;
2. „ „ 48 „ „ 1906 „ ;
3. „ „ 45 „ „ 1909 „ .

Die russische Regierung hat sich verpflichtet, vor dem 14. März 1917 diese Anlehen weder zu konvertieren, noch ihre Amortisation zu verstärken.

hung: 13. Dezember.
ckzahlung: 14. März.

4 % Russische Rente.

rwendungszweck: Siehe folgende Seiten.
Auslande notiert: Paris, Amsterdam, Berlin, London, New-York.
talbetrag am 1. / 14. Januar 1911 . . . . . Rbl. 2 820 000 000

Die Rente ist in Serien von je 10 000 000 Rbl. emittiert.

points: 100, 200, 500, 1 000, 5 000 und 25 000 Rbl.

Die Besitzer können die Zerlegung grosser Appoints in kleinere oder die Zusammenlegung mehrerer kleiner Appoints in ein grosses verlangen.

s-Termine: 14. März, 14. Juni, 14. September und 14. Dezember.

Die Koupons sind der 5 %igen Steuer unterworfen.

Ausländische, in Russland nicht domizilierte Inhaber können die Befreiung von der 5 %igen Steuer erlangen.

In Gemässheit des Ukases vom 6. / 18. März 1898 erfolgt der Einlösungsdienst der 4 % Russischen Rente im Auslande zum Tageskurse von a vista St. Petersburg, aber auf alle Fälle nicht unter den folgenden Paritäten:
100 Rbl. = 266,67 Frcs. = 216 Rm. = 10 £ 11 sh. 5 d. = 128 Fl. Holl. = U. S. $ 51,45.

ortisationen: Die Regierung hat sich das Recht vorbehalten, die ausgegebenen Obligationen jederzeit zu tilgen, ganz oder teilweise, sowohl durch Ankauf wie durch Auszahlung des Nominal-Betrages, in letzterem Falle entweder durch Kündigung oder durch Verlosungen, welche in vollen Serien und mindestens drei Monate vor der Rückzahlung zu geschehen haben.

Zahlstellen im Auslande:

Paris. — de Rothschild frères.
Amsterdam. — Lippmann, Rosenthal & Co.
Berlin. — Mendelssohn & Co.; S. Bleichröder; Direktion der Diskonto-Gesellschaft.
Frankfurt a. M. — Direktion der Diskonto-Gesellschaft.
London. — N. M. Rothschild & Sons.
New-York. — J. P. Morgan & Co.; August Belmont & Co.; Kidder, Peabody & Co.; National City Bank.

Für allgemeine Staatszwecke sind emittiert Serien:

1894	Serie	1—112	Rbl. nom.	1 120 000 000
1895	„	118—142	„ „	250 000 000
1897	„	187—189	„ „	30 000 000
1898	„	203—205	„ „	30 000 000
1899	„	214—215	„ „	20 000 000
1899	„	216—219	„ „	40 000 000
1899	„	220—221	„ „	20 000 000
1899	„	222—224	„ „	30 000 000
1900	„	232—246	„ „	150 000 000
1902	„	247	„ „	10 000 000
1903	„	255—264	„ „	100 000 000
1903	„	265	„ „	10 000 000
1906	„	266—270	„ „	50 000 000
1907	„	271—277	„ „	70 000 000
1907	„	278—282	„ „	50 000 000
				Rbl. 1 980 000 000

III. Zusammensetzung und die Bewegung der Staatsschulden.

(Nach den Denkschriften zu den Jahresberichten der Staatskontrolle.)

Stand am 1. Januar 1894:

Zinsfuss	Befristete in Metallrbl.	Befristete in Kreditrbl.	Unbefristete in Metallrbl.	Unbefristete in Kreditrbl.
3 %	182 983 625,00	—	15 318 628,00	—
3,79 %	—	190 331 000,00	—	—
4 %	1 312 256 528,00	606 515 801,50	—	164 434 080,00
4,32 %	—	25 669 000,00	—	—
4,5 %	—	249 600 000 00	—	—
5 %	33 589 022,93	1 204 480 200,00	156 840 800,00	167 157 538,00
6 %	—	—	—	38 494 126,00
übrige	—	40 584 790,92	—	23 113 617,27
	1 528 829 175,99	2 317 180 792 42	172 159 428,00	393 199 361,27
			Zinslose Schuld:	568 513 455,91

Summe der Schulden in Metallrbl.: 1 700 988 603,99.
Summe der Schulden in Kreditrubel: 3 278 893 609,60.
Total-Kreditrubel: **5 830 376 515,59** (Metallschulden zu 10 Rbl. Gold = 15 Rbl. Kredit umgerechnet).

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1894:

Die Staatsschulden haben zugenommen um: Rbl. Gold 412 856 985,06 und Rbl. Kredit 1 450 131 710,11.

Die Staatsschulden haben abgenommen um: Rbl. Gold 115 538 092,92 und Rbl. Kredit 1 133 862 477,84.

Also im Laufe des Jahres zugenommen um: **762 247 570,48** Kreditrbl.

Stand am 1. Januar 1895:

nsfuss	Befristete in Metallrbl.	Befristete in Kreditrbl.	Unbefristete in Metallrbl.	Unbefristete in Kreditrbl.
/o	235 928 500,00	—	15 145 871,00	—
2 o/o	100 000 000,00	—	—	—
9 o/o	—	215 331 000,00	—	—
/o	1 495 778 187,64	607 926 937,00	—	1 336 844 121,00
2 o/o	31 748 000,00	249 280 000,00	—	—
/o	70 869 017,49	173 308 000,00	48 837 920,00	142 157 538,00
/o	—	—	—	38 492 620,28
rigen	—	39 469 295,04	—	23 010 419,71
	1 934 323 705,13	1 285 315 232,04	63 983 791,00	1 540 504 698,99
			Zinslose Schuld:	769 342 910,84

Summe der Schulden in Metallrbl.: 1 998 307 496,14.
Summe der Schulden in Kreditrbl.: 3 595 162 841,87.
Total Kreditrbl.: **6 592 624 086,07** (Metallschulden zu 10 Rbl. Gold = Rbl. Kredit umgerechnet).

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1895.

Die Staatsschulden haben zugenommen um: Rbl. Gold 118 318 096,00 und l. Kredit 373 185 573.47.
Die Staatsschulden haben abgenommen um: Rbl. Gold 78 342 103,45 und l. Kredit 410 748 925,25.
Also im Laufe des Jahres zugenommen um: **22 400 638,31** Kreditrbl. (Metallhulden umgerechnet).

Stand am 1. Januar 1896:

nsfuss	Befristete in Metallrbl.	Befristete in Kreditrbl.	Unbefristete in Metallrbl.	Unbefristete in Kreditrbl.
/o	234 926 750,00	39 000 000,00	14 976 266,50	—
2 o/o	99 887 500,00	—	—	—
9 o/o	—	176 331 000,00	—	—
/o	1 516 947 323,02	370 516 744,00	—	1 651 038 159,00
2 o/o	111 058 500,00	248 920 000,00	—	—
/o	11 649 950,00	158 620 000,00	48 837 200,00	142 157 538,00
/o	—	—	—	38 491 728,14
die verschiedenen ersonen	—	38 293 358,22	—	22 949 328,78
	1 974 470 023,02	1 031 681 102,22	63 813 466,50	1 854 636 753,87
			Zinslose Schuld:	671 281 634,00

Summe der Schulden in Metallrbl.: 2 038 283 489,52.
Summe der Schulden in Kreditrbl.: 3 557 599 490,09.
Total Kreditrbl. **6 615 024 724,37** (Metallschulden zu 10 Rbl. Gold = 15 Rbl. edit umgerechnet).

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1896.

Die Staatsschulden haben zugenommen um: Rbl. Gold 100 000 000,00 und l. Kredit 412 446 598,89.
Die Staatsschulden haben abgenommen um: Rbl. Gold 9 457 389,60 und l. Kredit 427 908 795,27.
Also im Laufe des Jahres zugenommen um Kreditrbl. **120 351 719,22** (Metallhulden umgerechnet).

Stand am 1. Januar 1897:

Zinsfuss	Befristete in Metallrbl.	Befristete in Kreditrbl.	Unbefristete in Metallrbl.	Unbefristete in Kreditrbl.
3 %	338 895 250,00	78 000 000,00	14 976 266,50	—
3½ %	99 659 375,00	—	—	—
3,79 %	—	137 331 000,00	—	—
4 %	1 509 501 908,42	136 553 044,00	—	2 024 368 274,00
4½ %	110 397 500,00	248 560 000,00	—	—
5 %	11 558 600,00	155 400 000,00	48 837 200,00	42 157 538,00
6 %	—	—	—	38 490 119,14
an die verschiedenen Personen	—	37 057 153,17	—	22 938 531,40
	2 065 012 633,42	792 901 197,17	63 813 466,50	2 127 954 462,54
			Zinslose Schuld:	621 281 634,00

Summe der Schulden in Metallrbl.: 2 128 826 099,92.
Summe der Schulden in Kreditrbl.: 3 542 137 293,71.
Total Kreditrbl.: **6 735 376 443,59** (Metallschulden zu 10 Rbl. Gold = 15 Kreditrbl. umgerechnet).

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1897:

Die Staatsschulden haben zugenommen um: Rbl. Gold 15 109 836,08 und Rbl. Kredit 107 244 169,38.
Die Staatsschulden haben abgenommen um: Rbl. Gold 10 330 109,28 und Kreditrbl. 507 909 310,59.
Also im Laufe des Jahres abgenommen um: Kreditrbl **393 495 551,01** (Metallschulden umgerechnet).

Stand am 1. Januar 1898.

Zinsfuss	Befristete in Metallrbl.	Befristete in Kreditrbl.	Unbefristete in Metallrbl.	Unbefristete in Kreditrbl.
3 %	332 830 375,00	78 000 000,00	14 503 391,50	—
3½ %	99 421 825,00	—	—	—
3,79 %	—	104 331 000,00	—	—
4 %	1 501 787 625,22	113 120 894,00	—	2 131 487 389,00
4½ %	109 707 500,00	248 180 000,00	—	—
5 %	26 517 860,00	152 060 000,00	48 837 200,00	42 157 538,00
6 %	—	—	—	38 488 362,00
an die verschiedenen Personen	—	35 712 564,80	—	22 934 404,70
	2 070 265 235,22	731 404 458,80	63 340 591,50	2 235 067 693,70
			Zinslose Schuld:*)	175 000 000,00

Summe der Schulden in Metallrbl.: 2 133 605 826,72.
Summe der Schulden in Kreditrbl.: 3 141 412 152,50.
Total Kreditrbl.: **6 341 880 892,58** (Metallschulden zu 10 Rbl. Gold = 15 Kreditrbl. umgerechnet).

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1898:

Die Staatsschulden haben zugenommen um: Rbl. 296 276 947.**)
Die Staatsschulden haben abgenommen um: Rbl. 373 127 036,31.**)
Also im Laufe des Jahres abgenommen um: Rbl. **76 850 088,59****) (Metallschulden umgerechnet).

*) Gegen Anfang des Jahres 1897 weniger um 446 281 634,00 = 75 000 000 Rbl (8. Juni 1896) + 37 500 000 Rbl. (4. Februar 1897) + 287 500 000 (26. August 1897) + 31 278 167 Rbl. (13. Dezember 1897) + 15 003 467 Rbl. (6. Juni 1897).
**) Rbl. neuer Währung.

Stand am 1. Januar 1899.

n Rubel neuer Währung nach Gesetz vom 7. Juni 1899 (10 Rbl. Gold = 15 Rbl. neuer Währung) von der Kontrolle umgerechnet.

Zinsfuss	Befristete Rbl.	Unbefristete Rbl.
3 %	497 602 312,50	21 933 793,75
3½ %	148 762 500,00	—
3⅘ %	85 412 400,00	—
4 %	2 363 683 377,88	2 264 336 835,00
4,32 %	168 776 000,00*)	—
4½ %	247 790 000,00	—
5 %	155 581 950,00	115 413 338,00
6 %	—	38 486 258,43
an die verschiedenen Personen	34 317 463,85	22 934 574,58
	3 701 926 004,23	2 463 104 799,76
	Zinslose Schuld:	100 000 000,00

Total: Rbl. **6 265 030 803,99.****)

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1899:

Die Staatsschulden haben zugenommen um: Rbl. 183 627 247,60.
Die Staatsschulden haben abgenommen um: Rbl. 173 562 059,42.
Also im Laufe des Jahres abgenommen um: Rbl **31 373 766,11.**

Stand am 1. Januar 1900:

insfuss	Für allgemeine Staatsbedürfnisse Befristet Rbl.	Unbefristet Rbl.	Eisenbahnschulden Befristet Rbl.	Unbefristet Rbl.
%/o	250 275 000,00	19 334 913,00	284 637 750,00	—
½ %	23 278 445,88	5 733 601,00	125 104 366,62	—
79 %	61 516 000,00	—	—	—
8 %	85 247 400,00	—	—	—
%/o	529 117 781,50	2 019 743 778,72	1 787 545 447,59	438 999 200,00
½ %	99 150 000,00	—	148 220 000,00	—
%/o	151 851 500,00	115 413 338,00	—	—
%/o	—	38 438 515,57	—	—
	1 200 436 127,38	2 198 714 146,29	2 345 507 564,21	438 999 200,00
			Zinslose Schuld:	50 000 000,00

Total: Rbl. **6 233 657 037,88.**

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1900:

Die Staatsschulden für allgemeine Staatszwecke haben abgenommen um:
bl. 61 388 579,80.
Die Eisenbahnschulden haben zugenommen um: Rbl. 21 133 406,70.
Also gegen Anfang des Jahres haben die Staatsschulden abgenommen um:
bl. **40 255 173,10.**

*) Staatsschatzscheine. Im Laufe des Jahres 1898 4,32 und 4 % sind durch 9 und 3 % ersetzt worden.

**) Die Umrechnung ist lt. Staatsratsgutachten vom 31. Mai / 12. Juni 1899 lzogen worden. Das Gutachten besagt . . ., „dass das Kapital und die Zinsen er Staatsschulden und öffentlichen Anleihen, welche in früherer Zeit in Rbl. Gold, tallrbl. aufgenommen worden sind, auf der Grundlage von 1½ Rbl. gleich Rbl. Gold oder Metall zu berechnen und zu bezahlen sind.“

Stand am 1. Januar 1901.

Zinsfuss	Für allgemeine Staatszwecke Befristete Rbl.	Für allgemeine Staatszwecke Unbefristete Rbl.	Eisenbahnschulden Befristete Rbl.	Eisenbahnschulden Unbefristete Rbl.
3 %	266 556 625,00	19 334 913,00	283 125 750,00	—
3½ %	23 215 939,02	3 113 136,00	124 768 435,98	—
3,79 %	45 000 000,00	—	—	—
3,8 %	85 079 400,00	—	—	—
4 %	519 736 481,50	2 019 814 685,78	1 780 786 784,93	468 999 200,00
4½ %	98 990 000,00	—	147 960 000,00	—
5 %	148 026 100,00	115 413 338,00	—	—
6 %	—	38 481 075,57	—	—
	1 186 604 545,52	2 201 157 148,35	2 336 640 970,91	468 999 200,00

Total: **6 193 401 864,78.**

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1901:

Die Staatsschulden für allgemeine Staatszwecke haben abgenommen um: Rbl. 5 662 893,60.

Die Eisenbahnschulden haben zugenommen um: Rbl. 204 635 440,10.

Also gegen Anfang des Jahres haben die Gesamtschulden zugenommen um: Rbl. **198 972 546,50.**

Stand am 1. Januar 1902.

Zinsfuss	Für allgemeine Staatszwecke Befristete Rbl.	Für allgemeine Staatszwecke Unbefristete Rbl.	Eisenbahnschulden Befristete Rbl.	Eisenbahnschulden Unbefristete Rbl.
3 %	278 317 562,50	19 334 913,00	281 566 125,00	—
3½ %	23 151 225,18	10 567 946,00	124 420 649,28	—
3,79 %	33 000 000,00	—	—	—
3,8 %	84 908 400,00	—	—	—
4 %	509 982 006,50	2 083 010 508,52	1 780 983 990,69	734 882,533
4½ %	41 810 000,00	—	88 422 312,50	—
5 %	144 125 750,00	115 413 338,00	—	—
6 %	38 477 150,57	—	—	—
	1 115 294 944,18	2 266 803 856,09	2 275 393 078,01	1 734 882,533

Total: Rbl. **6 392 374 411,28.**

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1902:

Die Staatsschulden für allgemeine Staatszwecke haben zugenommen um: Rbl. 62 647 596,13.

Die Eisenbahnschulden haben zugenommen um: Rbl. 188 904 662,68.

Gegen Anfang des Jahres haben die Gesamtschulden zugenommen um: Rbl. **251 552 258,81.**

Stand am 1. Januar 1903:

Zinsfuss	Für allgemeine Staatszwecke Befristete Rbl.	Für allgemeine Staatszwecke Unbefristete Rbl.	Eisenbahnschulden Befristete Rbl.	Eisenbahnschulden Unbefristete Rbl.
3 %	311 069 125,00	19 334 913,00	279 962 250,00	—
3½ %	23 084 305,62	13 564 121,00	124 061 006,88	—
3,8 %	84 722 400,00	—	—	—
4 %	577 193 277,05	2 089 346 097,87	1 903 891 521,31	788 632 533,00
4½ %	32 445 000,00	—	86 650 462,50	—
5 %	140 100 000,00	115 413 338,00	15 982 500,00	—
6 %	—	38 473 818,86	—	—
	1 168 614 107,67	2 276 132 288,73	2 410 547 740,69	788 632 533,00

Total: Rbl. **6 643 926 670,09.**

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1903:

Die Staatsschulden für allgemeine Staatszwecke haben zugenommen um: bl. 17 237 719,39.

Die Eisenbahnschulden haben abgenommen um Rbl. 9 328 149,65.

Gegen Anfang des Jahres haben die Gesamtschulden zugenommen um: bl. **7 909 569,74.**

Stand am 1. Januar 1904.

nsfuss	Für allgemeine Staatszwecke Befristete Rbl.	Unbefristete Rbl.	Eisenbahnschulden Befristete Rbl.	Unbefristete Rbl.
%/0	310 811 312,50	19 334 913,00	278 313 562,50	—
/2 %/0	23 015 915,30	16 640 816,00	123 693 459,70	—
8 %/0	84 530 400,00	—	—	—
%/0	569 124 222,72	2 148 715 476,55	1 888 713 188,62	860 193 413,22
/2 %/0	—	—	23 080 678,50	—
%/0	135 929 000,00	115 412 838,00	15 857 812,50	—
%/0	—	38 469 221,72	—	—
	1 123 410 850,52	2 338 573 265,27	2 329 658 710,82	860 193 413,22

Total: Rlb. **6 651 836 239,83.**

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1904:

Die Staatsschulden für allgemeine Staatszwecke haben zugenommen um: bl. 440 873 377,64.

Die Eisenbahnschulden haben abgenommen um: Rbl. 10 962 999,51.

Gegen Anfang des Jahres haben die Gesamtschulden zugenommen um: bl. **429 910 378,13.**

Stand am 1. Januar 1905:

insfuss	Für allgemeine Staatszwecke Befristete Rbl.	Unbefristete Rbl.	Eisenbahnschulden Befristete Rbl.	Unbefristete Rbl.
%/0	310 548 812,50	19 177 918,50	276 610 125,00	—
/2 %/0	22 944 583,47	18 994 411,00	123 310 104,03	—
6 %/0	150 000 000,00	—	—	—
8 %/0	84 332 400,00	—	—	—
%/0	562 533 575,29	2 148 844 800,81	1 880 303 107,28	860 193 413,22
/2 %/0	—	—	22 745 812,50	—
%/0	431 602 150,00	115 412 838,00	15 726 562,50	—
%/0	—	38 466 003,86	—	—
	1 561 961 521,26	2 340 895 972,17	2 318 695 711,31	860 193 413,22

Total: Rbl. **7 081 746 617,96.**

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1905:

Die Staatsschulden für allgemeine Staatszwecke haben zugenommen um: bl. 770 830 319,75.

Die Eisenbahnschulden haben abgenommen um: Rbl. 11 412 428,29.

Gegen Anfang des Jahres haben die Gesamtschulden zugenommen um: bl. **759 417 881,46.**

Stand am 1. Januar 1906:

Zinsfuss	Für allgemeine Staatszwecke		Eisenbahnschulden	
	Befristete	Unbefristete	Befristete	Unbefristete
	Rbl.	Rbl	Rbl.	Rbl.
3 %	260 276 937,60	19 177 918,50	274 855 500,00	—
3½ %	22 870 310,12	20 800 923,00	122 910 939,88	—
3,6 %	200 000 000,00	—	—	—
3,8 %	84 125 400,00	—	—	—
4 %	560 763 088,41	2 148 928 963,10	1 871 533 280,64	860 193 413,22
4½ %	231 500 000,00	—	22 394 812,50	—
5 %	962 109 300,00	115 412 838,00	15 588 750,00	—
5½ %	9 259 259,26	—	—	—
6 %	—	38 462 875,29	—	—
	2 330 904 295,29	2 342 783 517,89	2 307 283 283,02	860 193 413,22

Total: Rbl. **7 841 164 509,42**.

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1906:

Die Staatsschulden für allgemeine Staatszwecke haben zugenommen um: Rbl. 796 230 562,46.

Die Eisenbahnschulden haben abgenommen um: Rbl. 11 834 856,58.

Gegen Anfang des Jahres haben die Gesamtschulden zugenommen um: Rbl. **784 395 705,88**.

Stand am 1. Januar 1907:

Zinsfuss	Für allgemeine Staatszwecke		Eisenbahnschulden	
	Befristete	Unbefristete	Befristete	Unbefristete
	Rbl.	Rbl.	Rbl.	Rbl.
3 %	234 995 687,50	19 177 918,00	273 048 750,00	—
3½ %	22 793 830,62	20 967 676,00	122 499 919,38	—
3,6 %	225 000 000,00	—	—	—
3,8 %	83 912 400,00	—	—	—
4 %	559 016 033,52	2 199 045 410,10	1 862 427 694,56	860 193 413,22
4½ %	232 957 045,00	—	22 027 687,50	—
5 %	1 665 192 550,00	115 412 838,00	15 444 375,00	—
5½ %	52 986 111,11	—	—	—
6 %	—	38 460 875,29	—	—
	3 076 853 657,75	2 393 064 717,89	2 295 448 426,44	860 193 413,22

Total: Rbl. **8 625 560 215,30**.

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1907:

Die Staatsschulden für allgemeine Staatszwecke haben zugenommen um: Rbl. 112 249 963,23.

Die Eisenbahnschulden haben abgenommen um: Rbl. 12 286 968,53.

Gegen Anfang des Jahres haben die Staatsschulden zugenommen um: Rbl. **99 962 994,70**.

Stand am 1. Januar 1908:

insfuss	Für allgemeine Staatszwecke Befristete Rbl.	Unbefristete Rbl.	Eisenbahnschulden Befristete Rbl.	Unbefristete Rbl.
%/o	234 705 062,50	19 177 918,50	271 189 125,00	—
½ %/o	22 715 144,99	20 967 577,00	122 077 042,51	—
6 %/o	225 000 000,00	—	—	—
8 %/o	83 690 400,00	—	—	—
%/o	557 191 951,00	2 303 293 117,78	1 852 958 727,90	860 193 413,22
½ %/o	231 500 000,00	3 088 180,00	21 644 062,50	—
%/o	1 658 235 250,00	115 335 338,00	15 292 500,00	—
½ %/o	52 978 905,00	—	—	—
%/o	—	38 459 903,86	—	—
inlagen der ehem. reditanstalten	—	—	15 829 589,57	—
	3 066 016 714,16	2 516 151 624,71	2 283 161 457 91	860 193 413,22

Total: Rbl. **8 725 523 210,00.**

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1908:

Die Staatsschulden für allgemeine Staatszwecke haben zugenommen um: bl. 138 039 591,23.

Die Eisenbahnschulden haben abgenommen um: Rbl. 12 781 121,96.

Gegen Anfang des Jahres haben die Gesamtschulden zugenommen um: bl. **125 258 469,27**.

Stand am 1. Januar 1909:

insfuss	Für allgemeine Staatszwecke Befristete Rbl.	Unbefristete Rbl.	Eisenbahnschulden Befristete Rbl.	Unbefristete Rbl.
%/o	219 409 750,00	18 914 999,50	269 271 562,50	—
½ %/o	22 633 517.84	20 968 227.00	121 638 357,16	—
6 %/o	65 000 000,00	—	—	—
8 %/o	83 465 400,00	—	—	—
%/o	730 300 019,96	2 303 231 617,78	1 843 093 728.79	860 193 413,22
½ %/o	231 500 000,00	4 874 764,00	21 243 562,50	—
%/o	1 850 985 100,00	114 505 798,00	15 133 125,00	—
%/o	—	38 456 755,28	—	—
inlagen der ehem. reditanstalten	—	15 961 980,74	—	—
	3 203 293 787,80	2 516 914 142,30	2 270 380 335,95	860 193 413,22

Total: Rbl. **8 850 781 679,27.**

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1909:

Die Staatsschulden für allgemeine Staatszwecke haben zugenommen um: bl. 217 109 494,80.

Die Eisenbahnschulden haben abgenommen um: Rbl. 13 272 404,22.

Gegen Anfang des Jahres haben die Gesamtschulden zugenommen um: bl. **203 837 090,58.**

Stand am 1. Jannar 1910:

Zinsfuss	Für allgemeine Staatszwecke Befristete Rbl.	Unbefristete Rbl.	Eisenbahnschulden Befristete Rbl.	Unbefristete Rbl.
3 %	208 589 062,50	18 800 564,25	267 299 250,00	—
3½ %	22 547 478,41	20 978 227,00	121 175 959,09	—
3,6 %	516 000,00	—	—	—
3,8 %	83 228 400,00	—	—	—
4 %	803 335 156,56	2 304 050 508,78	1 832 843 097,64	860 193 413,22
4½ %	756 500 000,00	6 396 403,00	20 824 312,50	—
5 %	1 543 436 700,00	114 453 298,00	14 965 312,50	—
6 %	—	38 453 141,00	—	—
Einlagen der ehem. Kreditanstalten	—	16 032 485,40	—	—
	3 418 152 797,47	2 519 164 627,43	2 257 107 931,73	860 193 413,22

Total: Rbl. **9 054 618 769,85.**

Die Bewegung im Laufe des Jahres 1910:

Die Staatsschulden für allgemeine Staatszwecke haben zugenommen um: **Rbl. 217 109 494,80.**

Die Eisenbahnschulden haben abgenommen um: Rbl. 13 272 404,22.

Gegen Anfang des Jahres haben die Gesamtschulden zugenommen um: **Rbl. 24 412 525,29.**

Stand am 1. Januar 1911:

Zinsfuss	Für allgemeine Staatszwecke Befristete Rbl.	Unbefristete Rbl.	Eisenbahnschulden Befristete Rbl.	Unbefristete Rbl.
3 %	208 275 000,00	18 512 110,50	265 262 250,00	—
3½ %	22 458 497,46	20 976 792,00	120 697 752,54	—
3,6 %	516 000,00	—	—	—
3,8 %	82 979 400,00	—	—	—
4 %	801 292 476,27	2 307 065 588,78	1 822 110 578,85	860 193 413,22
4½ %	756 500 000,00	6 395 953,00	20 387 812,50	—
5 %	1 534 381 700,00	112 873 593,00	14 789 062,50	—
6 %	—	38 451 341,00	—	—
Einlagen der ehem. Kreditanstalten	—	16 086 917,94	—	—
	3 406 403 073,73	2 520 362 301,22	2 243 247 456,39	860 193 413,22

Total: Rbl. **9 080 206 244,56.**

IV. Die Rede des Finanzministers Kokowzow über den Abschluss der 4½ % Anleihe von 1909.

In der Sitzung der Budgetkommission der Reichsduma äusserte sich auf eine Frage des Abgeordneten Schingarew, welche Gründe massgebend waren, um die Anleihe des Jahres 1909 als eine 4½ % herauszugeben, der Finanzminister Kokowzow folgendermassen: „Wir nahmen den Zinssatz 4½ % an und zugunsten dieser Annahme sind sehr wichtige Gründe vorhanden gewesen. Vor uns stand die Wahl zwischen drei Sätzen: 4, 4½ und 5 %. Am Anfang der Finanzoperation und im Laufe der Verhandlungen den ganzen Herbst hindurch, strebten die französischen Kapitalisten uns für eine 5 % Anleihe zu bewegen, uns zu bestimmen, und ich bemühte mich nicht stunden- und tagelang, sondern ganze monatelang, um den französischen Gesichtspunkt dem meinen näher zu bringen. Ich glaube,

es ist nicht nötig, Ihnen zu erklären, weshalb es nicht wünschenswert erscheint, nach dem Kriege, nach den inneren Unruhen in eine verhältnismässig friedliche Zeit, die Politik der Ausgabe der hochverzinslichen Anleihe auf dem ausländischen Markt zu treiben und die 5% Anleihe ist eine solche. Die 5% Anleihen haben wir geraume Zeit nicht emittiert, abgesehen vom Jahre 1906; diese Anleihe des Jahres 1906 ist schon oftmals ein Gegenstand sehr scharfer und wenig gewissenhafter Kritik gewesen; jetzt wird aber von dieser Anleihe nicht die Rede ein. Die 5% Anleihe zu emittieren war auch deshalb nicht wünschenswert, weil im allgemeinen der russische Staatskredit mit der Möglichkeit einer allmählichen Besserung rechnen kann, — ohne Zusammenhang mit unserem Verhalten zu der Tätigkeit der Regierung und insbesondere des russischen Finanzministers; — und im besonderen nur in dem Falle auf die Möglichkeit einer solchen Besserung rechnen, wenn wir von den hochverzinslichen Anleihen zu weniger hochverzinslichen allmählich übergehen werden. In dieser Beziehung ist die Marge bei uns nicht allzu gross; sie ist auch deshalb nicht gross, weil die Zeit, in der die Verbilligung des Geldes mit der Verminderung der Ertragsfähigkeit des Geldes zusammen auftrat, vorbei ist. Die Beweise dafür sind in den Tatsachen frischer Vergangenheit zu finden. Die deutsche Regierung schloss im Jahre 1906 eine Anleihe aus 3%, im Jahre 1904 aus $3^1/_2$% und im Jahre 1908 aus 4%. Aus dieser Tatsache erhellt, dass der Zinsfuss allmählich in die Höhe geht.

Was aber den Emissionskurs der Anleihe betrifft, führte er weiter aus, dafür ist der Ertrag dieser Anleihe massgebend. Mit ziemlicher Mühe ist es uns endlich gelungen, in die Gedankengänge der französischen Finanzmänner einen Zwischentypus einzuführen, eine $4^1/_2$% Anleihe anzunehmen. Die einflussreichsten sind dabei nicht die Banken und Finanzinstitute, die über die grössere Kapitalmenge verfügen, sondern die, die eine ausgedehnte Organisation für die Plazierung der Effekten haben, solche, die eine grosse Klientur aufweisen, eine beträchtliche Anzahl von Filialen in den Provinzstädten unterhalten, die eine grössere Möglichkeit der Plazierung einer Anleihe haben: sogenannte "Etablissement de placement", vorzugsweise sind es: Crédit Lyonnais, Comptoir nationale d'escompte und Société Générale. Die anderen haben zu der Plazierung fast keinen Zutritt und treten mit dem breiten Publikum in keine unmittelbare Berührung. In diesen Finanzinstituten trafen wir mit der Anleihe des Jahres 1909 eine starke Opposition, welche zu besiegen uns nur gelungen ist durch eine kategorische Erklärung, dass das russische Finanzministerium auf die Schliessung der 5% Anleihe nicht eingehen wird. Als dieser Typus der $4^1/_2$%igen Anleihe festgelegt war, ist es nötig gewesen, einer anderen, schwierigen Frage näher zu treten, eine Basis zu finden, auf der die Bestimmung des Emissionspreises der Anleihe zu finden.

Der Finanzminister suchte diese Basis durch Vergleichung mit früher ausgegebener Anleihe zu finden. „Die $4^1/_2$%" deutsche Anleihe (des Jahres 1905) kann dabei nicht in Betracht kommen, da sie den Charakter einer kurzfristigen hat. (Herr Finanzminister machte den Herrn darauf aufmerksam, dass diese Anleihe im Jahre 1911 ganz oder teilweise gekündigt werden könnte und eine Zahlung von 300 Mill. Rbl. im Mai des Jahres 1911 vor ihm als ein Gegenstand dastand.) Wir werden keine andere Methode der Kalkulation finden als die Methode der Vergleichung dieser Anleihe mit 4- und 5%igen. Da in Frankreich die Anleihen zusammen mit Kupons auf der Börse notiert werden, muss bei der Bestimmung des Emissionspreises der $4^1/_2$% Anleihe der Preis der 5% ex coupons zugrunde gelegt werden. Zur damaligen Zeit betrug er $97^1/_2$—98 und für 4% ex coupons $81^1/_2$—82. Es folgt daraus, dass die Limite des zulässigen Preises für $4^1/_2$%ige Anleihe — "emprunt batard" wie Crédit Lyonnais anfänglich diese Anleihe genannt hat, — ein Preis von 90% mit sehr kleinem Bruchteil. Diesen Preis zu erzielen war nicht möglich, weil jede neue Anleihe nur immer unter dem Preise der existierenden in Verkehr gebracht werden kann und auf dem französischen Markte beträgt diese "marge" $1^1/_2$—2%. Wir haben eine "marge" gegeben, die zwischen dem arithmetischen Mittel und Emissionskurs liegt und etwas mehr als 1% ausmacht. In dieser Weise kam der Emissionspreis dieser Anleihe $89^1/_4$ zustande."

Weiter ging der Finanzminister zu der Besprechung der Höhe der Provision und den sonstigen Unkosten, die eine solche Anleihe begleiten, über.

„Zurzeit kann man in Frankreich nichts zustande bringen, ohne eine hohe Provision bezahlt zu haben. Für die Anleihe des Jahres 1906 wurde $4^1/_2$ % Provision bezahlt. Ebenso hoch war der Kommissionssatz in Berlin im Jahre 1905, ganz abgesehen davon, dass im allgemeinen die Berliner Bankiers in dieser Beziehung viel weniger anspruchsvoll sind. Im Jahre 1904 wurden in Paris auch $4^1/_2$ % bezahlt, und wenn Wischnegradsky bei den Konversionen vor 21 Jahren 2,3 % Kommission bezahlt hatte, zahlte ich 21 Jahre nachher 3,75 %, trotzdem das Haus Rothschild an den russischen Geschäften sich nicht beteiligt hat. Selbst in der Zeit v. Witte's sank der Kommissionssatz nicht unter $2^3/_4$ %—2 %."

Dann kam der Finanzminister zur Besprechung der Frage der Profite der Emissionssyndikate, die an den russischen Geschäften sich beteiligten. Er sagte: „Es ist mir bekannt geworden, dass vor drei Tagen die Bankiers die Verteilung des Syndikatsgewinnes vorgenommen haben. Der Gewinn betrug nur $1^1/_4$ %, die Emissionsspesen beliefen sich aber auf $2^1/_2$ % —, so beträchtlich sind sie."

Und er fuhr fort, um dem Abgeordneten Schingarew über die Frage: wieviel eigentlich dem russischen Fiskus von dieser Anleihe zugefallen ist, Aufschluss zu geben: „Wir haben $85^1/_2$ von H. erhalten; da von diesem Betrag noch die französische Stempelsteuer bezahlt werden musste, und zwar in der Höhe von 2 %, so haben wir netto $83^1/_2$ erhalten; ebenso war es im Jahre 1906, als die 5 % Anleihe zu $83^1/_2$, Stempelsteuer abgezogen, $81^1/_2$ brachte." Der Finanzminister fügte auf eine neue Frage des Abgeordneten von Schingarew hinzu, dass die Kommission nach dem Nominalbetrage berechnet wird.

Stenographische Berichte der Budget-Kommission der Reichsduma, Drucksache Nr. 29 S. 8 und ff., III. Duma, 2. Legislativperiode.

V. Ueber die Ursache des Kurs-Rückganges der russischen Staatspapiere.

In der Sitzung des Staatsrats vom 15./28. Mai 1912 kam die Frage über die Ursache des Kursrückganges der russischen Staatspapiere, trotz der sehr befriedigenden Lage der Finanzen des Landes, anlässlich der Beratung des Gesetzentwurfes über die Gründung einer staatlichen Kasse für städtischen und landschaftlichen Kredit zur Sprache.

Ich entnehme der Frankfurter Zeitung einige Ausführungen des Grafen Witte und die des Herrn Ministerpräsidenten und Finanzministers Kokowzow, die sich im Zusammenhang mit dem Staatskredit und der Lage des inneren Kapitalmarktes auf diese Frage bezogen.

Graf Witte sprach gegen den von der Duma bereits angenommenen und noch erweiterten Gesetzentwurf, der bekanntlich die Gründung einer neuen staatlichen Bank zur Gewährung von lang- und kurzfristigen Darlehen an städtische und landschaftliche Kommunen vorsieht und begründete seine ablehnende Haltung damit, dass die Befriedigung des Geldbedarfes für alle möglichen nicht rein staatlichen Zwecke aus Staatsmitteln, wie die in Russland schon geübt und durch das vorliegende Gesetz noch mehr erweitert werde, nachteilig auf den Staatskredit bezw. auf die Kasse der Staatspapiere einwirke. Die Kurse der russischen Staatsanleihen ständen deshalb, trotz der günstigen Finanzlage und des wirtschaftlichen Aufschwungs, sehr viel niedriger als die Rentenkurse der westeuropäischen Staaten, und wenn Russland auf dem beschrittenen Wege noch weiter fortschreite, neben die bereits bestehenden zwei staatlichen Darlehensbanken (Adels- und Bauernagrarbank) mit ihren enormen Obligationsemissionen noch eine dritte derartige Bank stelle, so müsse es auf Jahrzehnte hinaus verzichten, seinen Staatskredit auf der ihm gebührenden Höhe zu sehen. Zwar sage man jetzt, die neue Bank für Kommunalkredit könne den Kapitalmarkt nicht nennenswert belasten, da ihre ganze Emission auf Rbl. 100 Mill. begrenzt sei, aber ähnlich habe man seinerzeit bei der Gründung der staatlichen Hypothekenbanken auch gesprochen und jetzt hätten diese beiden Banken etwa für Rbl. 2 Mill. Pfandbriefe im Umlauf. So werde es auch mit der neuen Bank gehen. — Der Staatskredit müsse geschont werden, um

in Zeiten der Not und eines ausserordentlichen Geldbedarfs dem Fiskus eine Reserve zu bieten, nicht aber, wie es jetzt geschehen, für Bedürfnisse verzettelt zu werden, die ihrer Natur nach auf dem Weg der Privatinitiative zu befriedigen sind und auch nirgends in Westeuropa vom Staat befriedigt werden.

In seiner Erwiderung wies Herr Kokowzew zunächst darauf hin, dass auch er ursprünglich gegen die Gründung einer staatlichen Bank für Kommunalkredit gewesen sei und auch jetzt nur „mit schwerem Herzen" an diese Gründung herangehe, dass ihm aber die Volksvertretung keinen anderen Weg übrig gelassen habe, indem sie die Konzessionierung einer privaten Bank für diesen Zweck prinzipiell abgelehnt habe. So bleibe nur die Alternative, entweder den Geldbedarf der russischen Kommunen unbefriedigt zu lassen, oder hierfür eine staatliche Bank zu errichten. Ersteres ginge schon um deswillen nicht an, weil bei dem gegenwärtigen Zustand gerade die Städte es sind, die den öffentlichen Kredit herabdrücken, indem sie im In- und Ausland ihre Anleihen zu Spottpreisen anbieten, nur um irgendwie etwas Geld zu öffentlichen Wohlfahrtseinrichtungen zu bekommen. Herr Kokowzew führte dann weiter aus, dass der Kursrückgang der Staatspapiere nicht auf Russland beschränkt, sondern auch im Ausland zu beobachten sei, und dort vielleicht noch stärker als hier. Die russische 4 %ige Staatsrente, die im Jahre 1911 von 95 auf 91 % zurückging, stehe danach noch immer um etwa 18 % höher als im Januar 1907 (73½ %), wogegen die englischen Consols im Januar 1907 fast 87 %, gegenwärtig aber nur 77 % und die 3½ % deutsche Reichsanleihe damals 98,20, am 1. Januar 1912 nur 91,10 % notierte. Das sei mithin eine allgemeine Erscheinung. Sodann aber — und dieser Teil der Ausführung des Finanzministers verdient besonderes Interesse — sei die Beanspruchung des Kapitalmarktes nur zu einem relativ geringen Teil durch den Fiskus und die staatlichen Banken verschuldet. Der Hauptanteil falle vielmehr auf die Pfandbriefe der privaten Agrarbanken und die grossen Beträge an Bankaktien und Industriewerten, die in den letzten Jahren herausgekommen sind. Wir geben nachstehend das Material, auf das Herr Kokowzew seine Ausführungen gründete. Es wurde von und in Russland emittiert:

(in Millionen Rubel)	1908:	1909:	1910:	1911:
Insgesamt	735,7	846,7	915,2	868,3
Davon Staatsanleihen	200,0	175,0	—	—
Garantierte Eisenbahn-Obligationen	142,0	159,1	114,1	72,1
Nicht garant. Eisenbahn-Obligationen	—	1,5	1,7	2,1
Eisenbahnaktien	14,0	8,7	3,7	3,8
Stadtanleihen	72,3	33,6	73,3	25,5
Pfandbriefe der Adelsbank	—	25,0	50,0	50,0
„ „ Bauernbank	50,0	50,0	100,0	245,0
„ „ privt. Agrarbank	134,0	197 0	313,0	340,0
Bankaktien	10,8	19,6	89,1	108,2
Agrarbankaktien	—	3,1	5,1	5,9
Industrie-Aktien	112,6	136,4	139,3	—
Industrie-Obligationen	—	17,7	25,9	15,7

Von den insgesamt 3 365 Mill., die in den vier letzten Jahren emittiert worden sind, kommen also auf Staatsanleihen nur 375 Mill., auf staatlich garantierte Eisenbahn-Prioritäten 478 Mill. und auf die Pfandbriefe der staatlichen Agrarbanken 570 Mill., dagegen auf die Pfandbriefe der Aktienagrarbanken allein 984 Mill., und wenn man noch die hier nicht berücksichtigten Obligationen der städtischen Kreditgesellschaften hinzunimmt, so dürften an privaten Hypothekenpapieren in den letzten vier Jahren allein 1 200 Millionen auf den Markt gekommen sein.*) Dabei sind diese Papiere ausschliesslich auf den inneren Markt beschränkt, während von den übrigen Kategorien durchweg sehr ansehnliche Beträge im Ausland emittiert worden sind. Die privaten Hypothekenpapiere sind daher für die Preisgestaltung auf den

*) Diese ungeahnte Entwicklung der Darlehenstätigkeit der Hypothekenbanken hängt mit der Mobilisierung des bäuerlichen Grundbesitzes, die nach dem Erlass des Stolypin'schen Gesetzes über die Erwerbung der Besitztitel auf die Bauernparzellen in dem Gemeindebesitz und dessen Veräusserung stattfand, zusammen. (Siehe oben Emission der Pfandbriefe der Bauernagrarbank.)

inneren Markt massgebend, und solange diese Papiere mit $4^1/_2$ % verzinslichen, hypothekarisch sichergestellten Papieren zu 86 % zu haben seien, könne es nicht wundernehmen, dass die 4 % Rente nicht über 91 % steht. Die Zeitung fügt hinzu: „Der Finanzminister findet also, dass der Druck auf die Anleihekurse nicht vom Fiskus und auch nicht von dem vom Staat bedienten Kreditbedarf ausgeht, sondern hauptsächlich durch die enorme Ausdehnung der Darlehenstätigkeit der privaten Hypothekenanstalten bedingt ist. Solange hierin kein Wandel eintrete, könne sich auch der Kurs der Staatsanleihen nicht bessern und unter solchen Umständen sei es in der Tat für den Staatskredit gleichgültig, ob zu den vorhandenen staatlichen Banken noch die geplante neue Bank für Kommunalrecht mit ihrem vorläufig nur geringen Geldbedarf hinzutritt oder nicht.*)

VI. Der Stand der Staatsschulden Russlands, die ausserordentlichen Finanzoperationen unterworfen waren.

	Am 1. Januar 1889	1906	1910
I. Anleihen, die keinen ausserordentlichen Operationen unterworfen waren.			
Staatsschulden	635 896 742	466 712 687	446 714 199
Eisenbahnschulden	438 963 688	407 254 500	396 256 312
Zusammen	1 074 860 430	873 967 187	842 970 511
II. Anleihen, die den ausserordentlichen Operationen unterworfen waren.			
a) Konversionen:			
Staatsschulden	1 981 273 313	—	—
Eisenbahnschulden	894 360 040	—	—
b) dem Rückkauf:			
Staatsschulden	352 200 545	100 516 000	100 516 000
Eisenbahnschulden	29 693 439	—	—
c) dem Umtausch:			
Staatsschulden	91 287 800	—	—
Eisenbahnschulden	—	12 430 900	11 832 100
Zusammen: Staatsschulden	2 424 761 658	100 516 000	100 516 000
Eisenbahnschulden	924 053 479	12 430 900	11 832 100
Total	**3 348 815 137**	**112 946 900**	**112 348 100**
Zinslose Schuld	568 559 743		
III. Anleihen, die kreiert sind für			
a) Konversionen:			
Staatsanleihen		1 725 926 509	1 718 312 322
Eisenbahnschulden		1 062 740 942	1 048 077 671
b) Rückkauf:			
Staatsanleihen		173 290 900	173 290 900
Eisenbahnschulden		142 147 855	140 412 874
c) Umtausch:			
Staatsanleihen		567 076 567	567 076 567
Eisenbahnschulden		199 998 233	199 998 233
Zusammen: Staatsschulden		2 466 293 976	2 458 679 789
Eisenbahnschulden		1 404 887 030	1 388 488 778
Total		**3 871 181 006**	**3 847 168 567**

*) Frankfurter Zeitung, 4. Juni 1912, II. Morgenblatt.

	Am 1. Januar	1889	1906	1910
IV.	Anleihen, die für andere Zwecke kreiert sind.			
	Staatsschulden		1 640 165 150	2 931 407 437
	Eisenbahnschulden		1 342 904 266	1 320 724 155
	Zusammen		22 983 069 416	4 252 131 592
	Die Gesamtschulden Russlands .	**4 423 675 567**	**7 841 164 509**	**9 044 618 770**

Denkschrift zu den Berichten der Staatskontrolle 1905, S. 71 und 1909, S. 76.

VII. Die Höhe des Effektenbesitzes der Staatsrentei für die Zeit 1904—1911 und die Höhe der „frei verfügbaren" Mittel der Staatsrentei.

Am 1. Januar	Saldo der Rentei	Frei verfügbare Mittel der Rentei	Effektenbesitz
1898	—	214 733 443,08	—
1899	—	134 885 669,85	—
1900	—	216 727 212,39	—
1901	—	104 975 534,92	—
1902	—	268 420 266,44	—
1903	477 123 505,87	257 415 868,68	—
1904	660 640 634,27	381 345 878,75	Nm. 46 141 672,53 Kw. 45 577 411,08
1905	521 701 483,36	61 860 628,01	Nm. 38 442 313,59 Kw. 35 524 086,41
1906	263 424 441,49	157 990 819,86	Nm. 40 165 263,66 Kw. 37 115 226,27
1907	424 984 545,78	58 512 371,60	Nm. 33 366 583,76 Kw. 27 683 165,00
1908	354 839 511,85	8 925 544,66	Nm. 36 912 112,46 Kw. 28 813 855,00
1909	411 208 626,77	1 862 826,68	Nm. 27 794 602,61 Kw. 20 345 528,00
1910	568 248 810,38	107 408 901,82	Nm. 20 523 183,64 Kw. 12 879 670,04
1911	843 229 821,19	333 024 820,74	Nm. 31 957 220,32 Kw. 30 095 446,04

Nm. = Nominalwert.
Kw. = Kurswert am 2. Januar.

Nach Jahresberichten der Staatskontrolle 1898—1911.

VIII. Die Zusammensetzung des Saldo der russischen Staatsrentei am 1. Januar 1908 und 1910.

	in Rbl. 1908:	1910:
Kassa der Hauptrentei und der Abteilung . .	139 787,05	69 292,79
In Kassen der Spezialeinnehmer	12 870 420,60	14 466 281,99
In der Staatsbank auf dem Spezialkonto der Staatsrentei	174 516 936,32	194 732 821,00
Darunter in Wertpapieren	23 090 042 81	20 485 083,64

In sonstigen Geldzeichen	151 426 893,51	174 247 737,64
Konto der Rentei bei den Privatbanken . . .	32 499,89	81 269,60
In St. Petersburger Münze	4 028 848,98	6 753 909,37
In der Kasse der Staatsschulden-Tilgungs-Kommission	1 066 170,43	1 491 884,30
Auf dem Konto der Ausländischen Abteilung der Besonderen Kanzlei für Kreditanlegenheiten im Inlande	89 783 280,01	122 205 944,64
Davon in Wertpapieren	3 011 031,51	38 100,00
In sonstigen Geldzeichen	86 772 248,86	122 167 844,00
Auf dem Konto der Ausländischen Abteilung der Besonderen Kanzlei für Kreditangelegenheiten im Auslande	62 602 157,97	195 134 180,62
Darunter: in Wertpapieren	10 810 738,50	
in Geldzeichen	51 791 419,47	
In den Gesandtschaften, Missionen und Konsulaten	1 134 838,22	315 791,97
Zusammen: Rbl.	346 174 939,47	535 251 375,66
Summen unterwegs	8 664 572,38	32 997 434,72
Total: Rbl.	**354 839 511,85**	**568 248 810,38**

Nach Jahresberichten der Staatskontrolle 1908 und 1910.

IX. Die Umsätze der Ausländischen Abteilung der Besonderen Kanzlei für die Kreditangelegenheiten des Finanzministeriums.

I. Die Umsätze im Inlande in Rbl.:

	Saldo am 1. Januar	Auf dem Konto der Abteilung bei der Staatsrentei eingegangen	Zusammen	Von dem Konto der Abteilung bei der Staatsrentei ausgegangen
1900	16 158 497,82	139 753 025,52	155 911 523,14	143 096 149,23
1901	12 815 374,11	153 995 817,46	166 811 191,57	144 696 566,74
1902	22 114 624,83	333 088 319,13	355 202 943,96	294 671 751,57
1903	60 531 192,39	382 105 010,39	442 636 202,78	430 777 082,00
1904	11 859 120,78	424 535 846,89	436 394 967,67	353 196 677,85
1905	83 198 489,82	568 526 524,23	651 725 014,05	627 505 229,74
1906	24 219 784,31	436 260 793,30	460 480 577,61	371 950 363,19
1907	88 530 214,42	345 118 394,68	433 648 609,10	343 865 329,09
1908	89 783 280,01	538 384 331,92	628 017 611,93	506 775 803,78

II. Die Umsätze im Auslande in Rbl.:

	Saldo am 1. Januar	Auf dem Konto der Abteilung bei den ausländ Bankiers eingegangen	Zusammen	Von dem Konto der Abteilung bei den ausländ. Bankiers ausgegangen
1900	45 354 861,15	405 699 782,54	451 054 643,69	413 095 163,55
1901	37 959 480,14	494 111 437,65	532 070 917,79	451 791 367,96
1902	80 279 549,83	466 250 333,11	546 529 882,94	409 013 250,73
1903	139 516 632,21	437 292 134,52	574 808 766,73	388 762 117,32
1904	186 046 649,41	597 587 690,84	783 634 340,25	579 282 031,66
1905	204 352 308,59	735 009 744,07	939 362 052,66	892 674 247,66
1906	46 687 805,00	1 148 665 814,98	1 195 353 619,98	1 060 847 674,52
1907	134 505 945,46	314 631 234,75	449 137 180,21	386 535 022,24
1908	62 602 157,97	404 914 263,27	467 516 421,24	422 418 652,66

Stenographische Berichte der Budget-Kommission der Reichsduma, III. Duma, 3. Legislativperiode, Drucksache Nr. 41, S. 6 und 8.

Als Hauptquellen sind benutzt worden:

Jahresberichte der russischen Staatskontrolle 1890–1910.

Jahresberichte der russischen Staatssparkassen 1894—1910.

Jahresbericht der Staatsbank für das Jahr 1910.

Stenographische Berichte der Budget-Kommission der Reichsdume; III. Duma, 1./3. Legislativperiode.

Les Marchés Financiers en 1894/1895–1910/1911 par Arth. Raffalovich Paris.

Frankfurter Zeitung 1893—1912.

L'Economiste Français 1894—1910.

Bank-Archiv 1911.

Les Finances Contemporens par Alfred Neymarck, 1894–1910 Paris.

Journal officiel de la Republique Française 1909 und die einschlägigen Nummern der Zeitungen und Zeitschriften:

Economist, Nation, Russkia Wedomosti—Moskau, L'Economiste russe, Westnik Finanssow, Promischlennosti i Torgowli; Torgowopromischlennaja Gaseta—Petersburg.